

投资策略报告

2021 年 3 月投资策略展望

摘 要

宏观、国债

随着疫苗接种的持续推进，海外疫情防控进展良好。尽管劳动力市场修复放缓，欧美经济复苏持续超预期。国内经济平稳运行，消费需求回暖，房地产销售表现韧性，宏观经济有望延续复苏趋势。宏观政策不急转弯，流动性仍合理充裕。国内物价稳中有升，通胀预期回升，建议逢高做空国债期货。

股指期货

近期股指市场整体防御性思路为主，注意回避前期估值过高的品种。在回调后可考虑小幅加仓估值较为合理的IC合约。

螺纹、铁矿

现货市场需求旺季即将到来，螺纹钢期货价格中期内有望延续强势，建议投资者寻找低点做多；铁矿石库存仍然偏低且而一季度发运往往受到天气影响，建议投资者关注中期做多机会。

焦煤、焦炭

综合供需情况看，供给端最紧张的时刻已经过去，焦炭自身推涨的动力不足；需求端则有望出现季节性的复苏，在此情景下，焦炭05合约回到前高3000点的难度较大，一旦成材端库存出现不利变化，则焦炭或将展开一轮较大级别的下跌行情。

方正经营
服务为本
创新发展

■ 西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室
重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号
T2 栋 29-2、29-3
电话：021-61101856、023-67070250
邮箱：research@swfutures.com

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

铜、锌

高通胀推升市场风险偏好，叠加基本面向好，铜价急速上涨，刷新近十年高位，警惕情绪释放后的回调，建议逢低做多。锌短期基本面难寻明显利空因素，加之宏观情绪的鼓动，建议逢低做多。

白糖

对于国内来讲，二月份国内跟随外盘和通胀预期被动上涨，上涨的力度远低于外盘。2020年下半年进口了大量的原糖，另外，截止2021年1月底，国内工业库存处于历史同期最高水平，短期国内供给非常充足。每年3-5月份为国内消费淡季，国内难以形成向上的驱动。建议区间偏弱操作为主，中长线投资者等待合适的价格和时机做多SR109合约，建仓的时间点可能在二季度中后期。

粕类油脂

全球大豆供需偏紧连粕多单持有，关注生猪存栏；价格结构利多但油脂有提前累库迹象，等待期现价差或内外价差修复后的做空机会。

天然橡胶

天胶供给季节性淡季，集装箱紧张，多国出台胶价提振政策；疫苗接种进展达预期，全球量化宽松不变，美国1.9万亿刺激计划即将落地；宏观经济恢复持续；建议多单设置止损持有，回调逢低布局多单。

目录

宏观、国债..... 4

股指期货..... 10

螺纹钢、铁矿石..... 14

焦煤焦炭..... 20

铜、锌..... 24

白糖..... 30

粕类油脂..... 33

天然橡胶..... 41

宏观、国债

■观点

外部环境：随着英美等国疫苗接种的推进，海外疫情防控已有明显的好转。截止2月下旬，美国每百人疫苗接种数约为20剂，英国约为30剂；美国每日新增确诊病例已大幅降低至8万，远低于顶峰时的20万，同时新增死亡病例也大幅减少。美国劳动力市场复苏放缓，新增就业始终受到疫情压制。2021年1月美国失业率6.3%，环比降低0.4个百分点，但仍显著高于疫情前的水平。消费方面，耐用品与非耐用品消费均维持高位，但服务消费仍受到拖累。总的来说，美国制造业持续改善表现较好，服务业仍受到拖累。欧元区疫苗接种进度普遍不及美国，但新增确诊也有大幅下降。德国2021年1月制造业PMI 60.6，服务业PMI 45.9；欧元区制造业PMI 57.7，服务业PMI 47.7，较前期有所复苏。制造业仍在修复通道，但服务业仍在萎缩。货币政策方面，美联储主席鲍威尔表示，美国经济复苏距离目标还有很长的路要走，需要一些时间才能取得进一步进展；经济发展的道路仍然在很大程度上取决于疫情和遏制措施。服务支出仍然较低，但商品支出有所回升。重申将保持利率接近零，直到充分就业和通货膨胀上升到2%，并有望在一段时间内适度超过2%。在复苏充满不确定性的背景下，预计美欧央行都将维持当前的宽松政策。

国内经济：由于春节效应，1-2月处于经济数据的真空期，但高频数据显示，国内经济仍处于复苏趋势中。国内生产有序复工，需求明显好转，春节期间的餐饮及票房收入均表现强势，房地产销售高增。预计制造业、出口、房地产均有望保持强势，中国经济的表现或再超市场预期。1月中国制造业PMI 51.3，其中生产指数53.5，新订单指数52.3，均环比有所下行，但仍处于高景气状态。1月社融增速13%，人民币贷款增速13.1%，均处于高位，反应了实体经济旺盛的融资需求；M2增速进一步回落至9.4%，M1增速上升至14.7%，信用拐点进一步确定。物价方面，受食品价格拖累，1月CPI同比下降0.3%，但随着国内经济的复苏和大宗商品价格上涨，1月PPI环比上涨1.0个百分点，同比上涨0.3%。预计年内CPI弱、PPI强的局面将延续，需警惕输入性通胀的风险。

宏观政策：经济复苏与政策退出将成为2021年中国经济的主基调。当前的政策将平衡支持经济和稳杠杆、防风险。针对2020年宽松政策引发的杠杆率上升，局部资产价格泡沫，国内政策将立足于强化房地产市场监管，稳定市场预期。央行行长易纲表示，货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡，确保采取的政策具有一致性、稳定性、一贯性，而不会过早放弃支持政策。因此，当前海内外经济增长尚具有不确定性，国内经济复苏仍需政策支持，宏观政策不会过快转向，流动性不至于过紧。政策将平衡支持经济增长和稳杠杆，随着经济数据的进一步修复，货币政策将进一步回归常态，流动性或边际收紧。关注3月两会释放的政策信号。

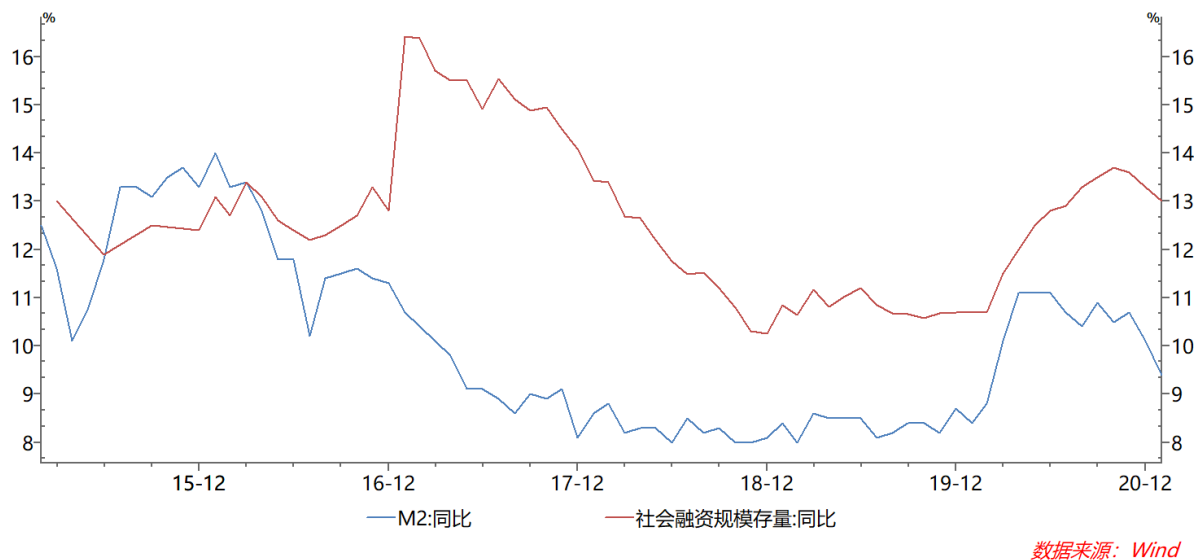
■策略

国内经济有望延续复苏态势，经济数据有望持续修复。国内货币政策整体稳健，流动性边际收紧。信用条件保持宽松，市场风险偏好处于高位。海外疫苗接种顺利推进，疫情风险趋于下降。全球经济有望协同复苏，通胀预期回升，整体环境对国债偏空。当前，十年期国债收益率仍处于历史均值水平之下，有望随着经济数据的修复进一步回升。因此建议投资者逢高做空。

风险提示：疫苗接种进度及效果不及预期的风险；宽松政策过快退出的风险；经济复苏不及预期的风险

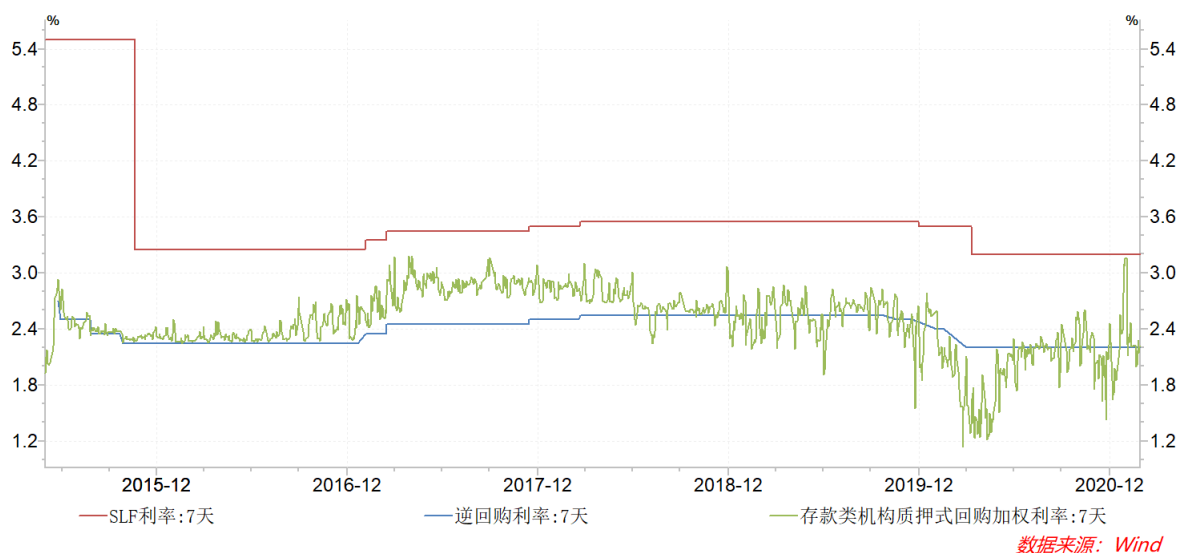
■债券相关数据跟踪

图 1：社会融资规模结构



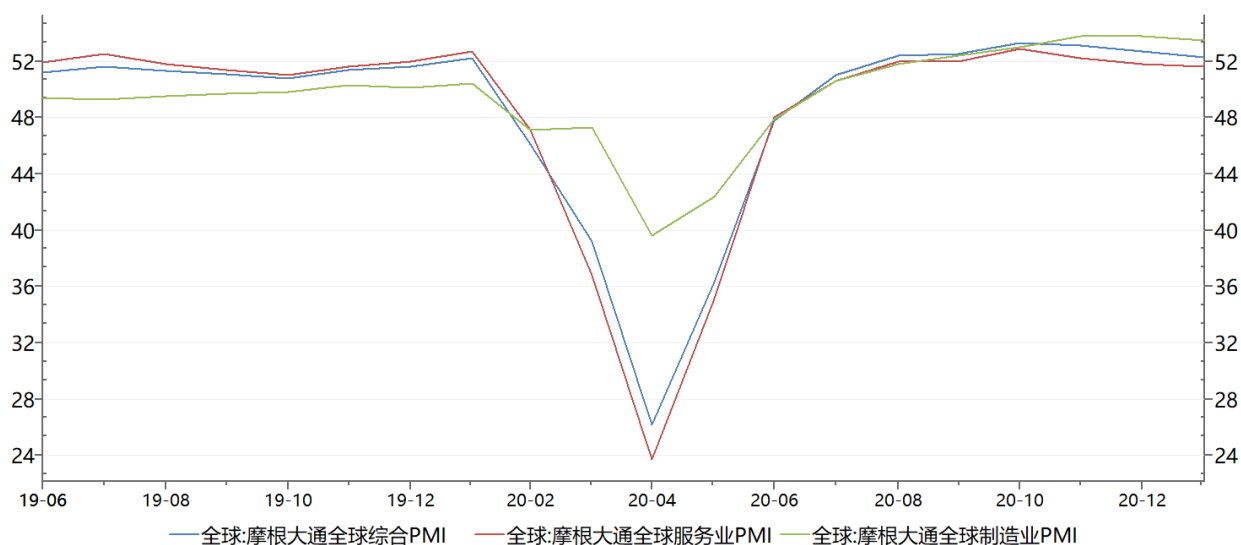
资料来源: wind, 西南期货研究所

图 2：政策利率与货币市场利率走势



资料来源: wind, 西南期货研究所

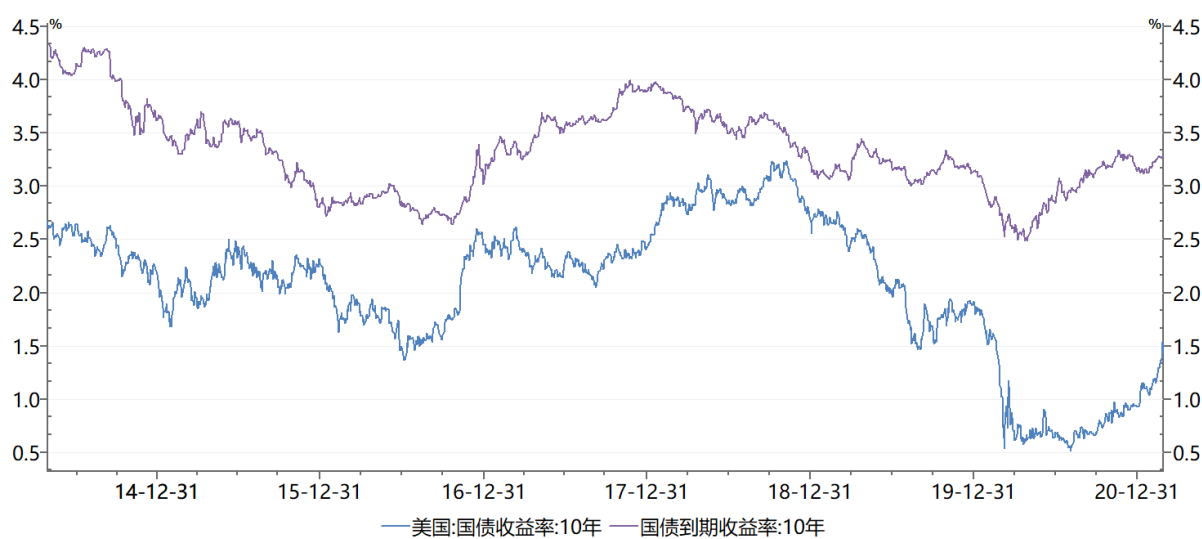
图 3：摩根大通全球PMI走势



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

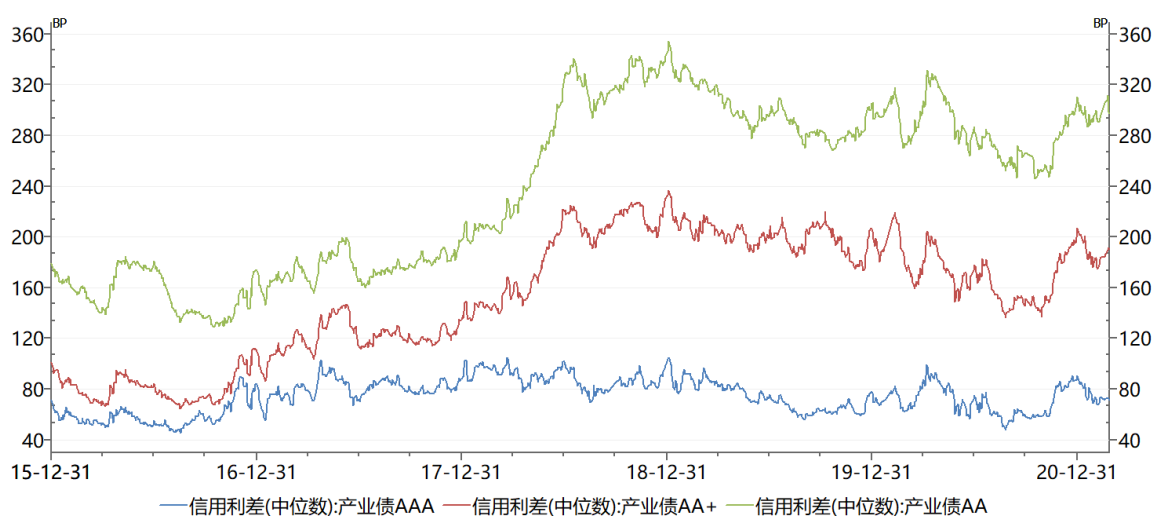
图 4：中美国债收益率走势



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

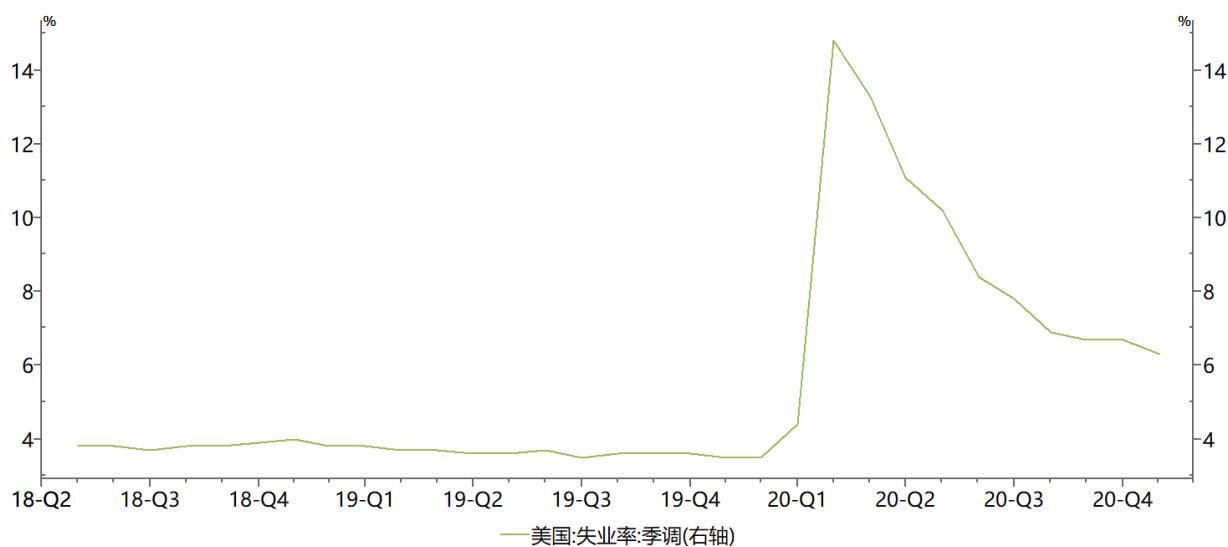
图 5：信用利差走势



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

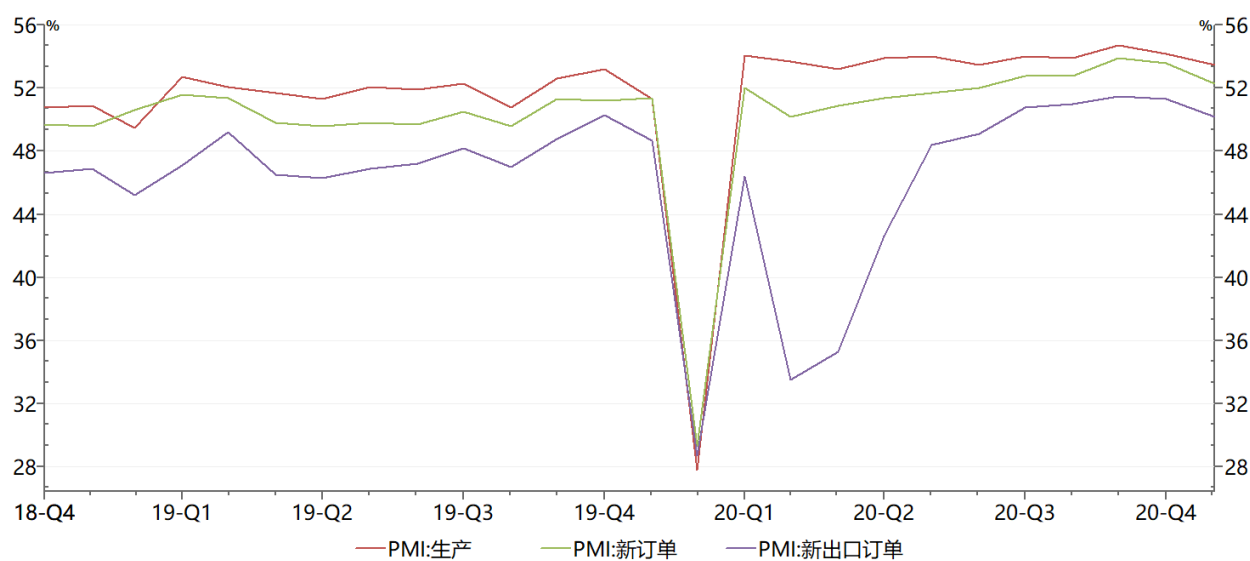
图 6：美国劳动力市场状况



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

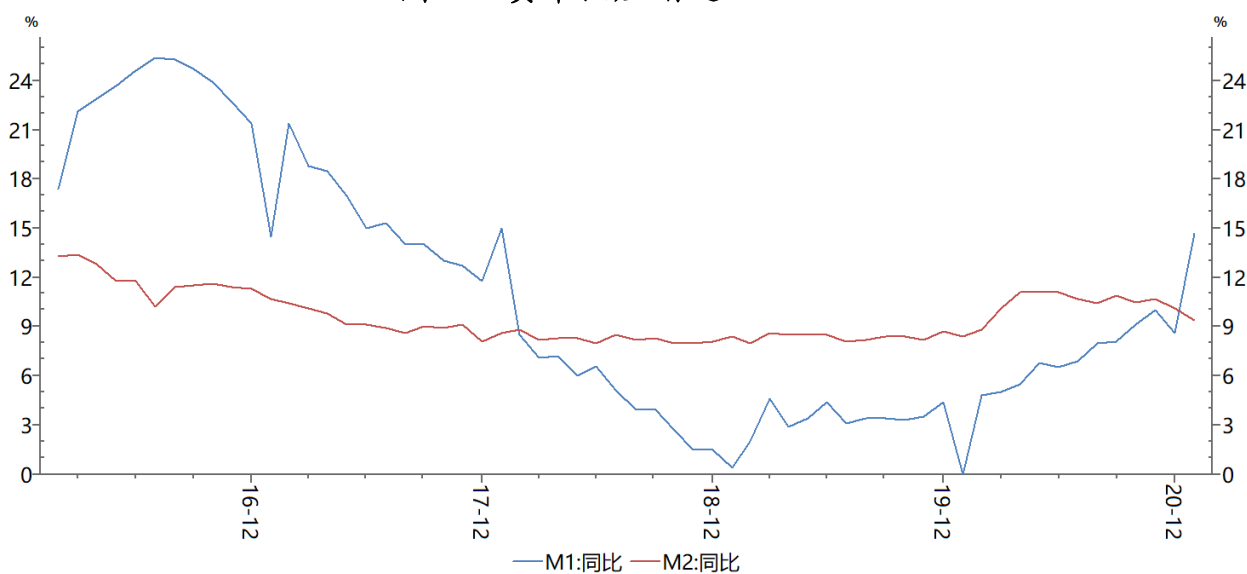
图 7：中国制造业PMI走势



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

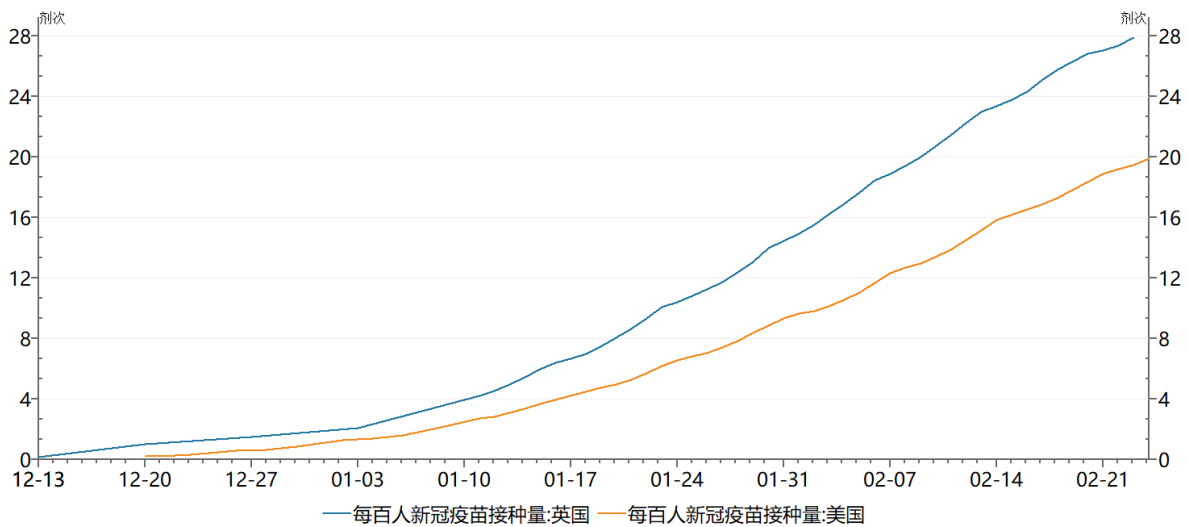
图 8：货币供应增速



数据来源: Wind

资料来源: wind, 西南期货研究所

图 9：欧美疫苗接种情况



资料来源: wind, 西南期货研究所

股指期货

■观点

牛年伊始，在首个交易日各个指数上冲阶段新高后，纷纷开始回调，上证综指退守60日均线。春节长假期间美债收益率的快速上行，为风险资产投资者敲响了警钟。近期美债收益率继续快速上行，给投资者情绪带来压力。另外随着全球各项经济指标的好转，以及疫情的趋缓，投资者对经济预期乐观起来，通胀预期也出现抬头。近期股指市场整体防御性思路为主，注意回避前期估值过高的品种。在回调后可考虑小幅加仓估值较为合理的IC合约。

具体依据如下：

领先经济指标方面1月PMI数据为51.3，前值为51.9，回落0.6个百分点。具体分项显示供需双双回落。新订单指数与生产指数回落；企业经营活动预期分项亦快速回落。另外受今年春节就地过年影响，春节后整体复工情况尚可。虽然作为领先指标的PMI数据出现回落，但并不能就此确认此轮国内经济复苏高点已现，可继续关注下个月经济指标情况。

1月通胀数据显示，CPI同比-0.3%；PPI同比增速重回正增长为0.3%。从CPI分项来看食品继续上涨，但非食品分项回落明显。从PPI分项来看，工业品价格普涨支撑PPI上行。展望后续，CPI有望触底回升，PPI或继续保持上行，PPI和CPI剪刀差有望扩大，上游周期行业核心企业盈利有望扩张。另外在流动性边际可能收紧，以及通胀抬升利率上行的情况下，前期的高估值板块面临调整压力。

证券供给端：2月新股筹资额继续回落，增发筹资转而回落；3月供给端解禁为全年较低水平，解禁减持的压力不大。

证券需求端：牛年伊始证券成交活跃度向好，两市2月日均成交额近万亿元。1月新成立偏股型基金份额创下新高，2月虽然因春节长假交易日减少，但新成立偏股型基金规模接近去年高位水平，2021年偏股型基金发行继续火热。另外从基金仓位统计来看，近期开放式基金仓位开始出现下降的迹象，部分基金可能在进行调仓换股。部分机构投资者持仓或许开始偏谨慎了，有利润兑现的可能。融资余额自2020年7月初以来快速走升后一直维持在高位，进入2月之后仍维持在接近1.7万亿元的水平，这从一定程度上反应了杠杆端资金情绪仍较稳定。从外资投资A股角度来观测需求，2月沪深股通仍维持净流入。综上证券需求端资金情绪整体偏积极，2021年在注册制逐步推进以及A股市场机构化提速的背景下，公募基金发行或仍将保持高位，为市场需求端提供更多“活水”。但前期“抱团股”的回调也值得投资者警惕，一方面关注可能的风格转换；另外一方面降低预期回报率，并对可能的风险保持警惕。

■ 策略

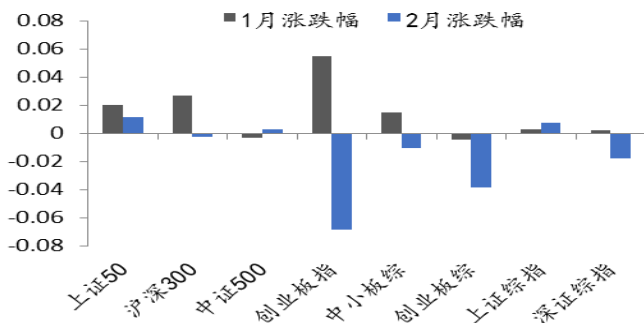
从估值角度来看，目前上证50指数PE估值为近十年高点；沪深300指数PE估值亦为近十年高点水平；相比较而言中证500估值角度更加安全一些。春节前已建议短线策略止盈减仓，中线策略多单底仓更建议保留标的指数估值水平安全边际更高的IC合约，标的指数估值较高的IF和IH合约建议逢高止盈离场。近期回调后可考虑小幅加仓IC合约。

另外中长线投资者还可以继续持有IC合约的多头套保策略。近期IC不同期限合约仍不同程度贴水标的指数，2103合约和2104合约间仍有近1%的价差，远月2109合约仍贴水标的指数超6%。本策略在中长期可获得指数上涨所带来的收益，以及贴水所带来的换月收益。

风险提示：国内经济复苏程度不及预期的风险，政策超预期收紧的风险，全球疫情控制不及预期的风险。

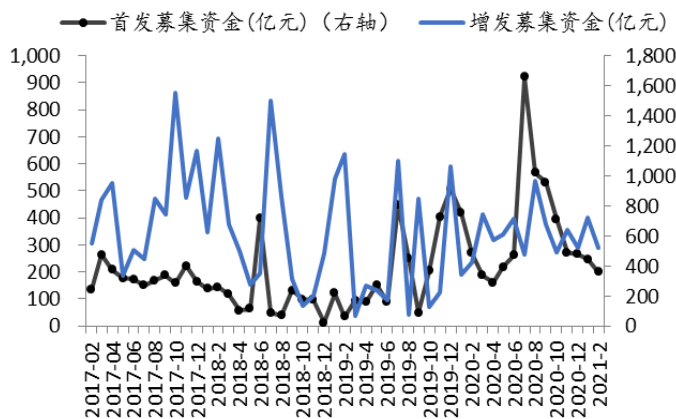
■股指期货数据跟踪

图 1：各主要指数月度涨跌幅概览（单位：%）



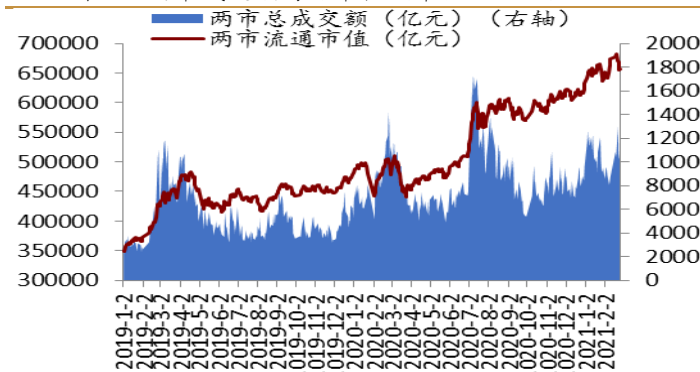
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 3：沪深两市筹资金额概览（单位：亿元）



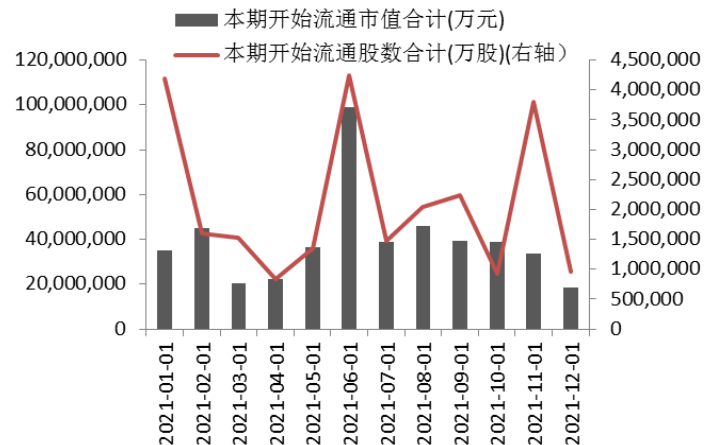
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 2：两市成交额与总市值（单位：亿元）



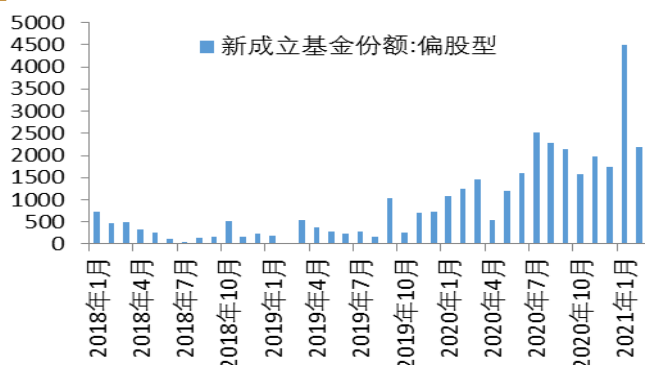
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 4：A 股月度解禁情况概览



数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 5：新成立偏股型基金（单位：亿份）



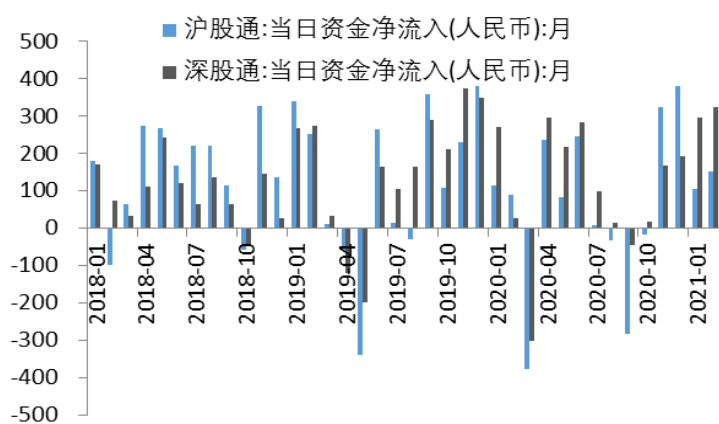
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 6：基金仓位统计



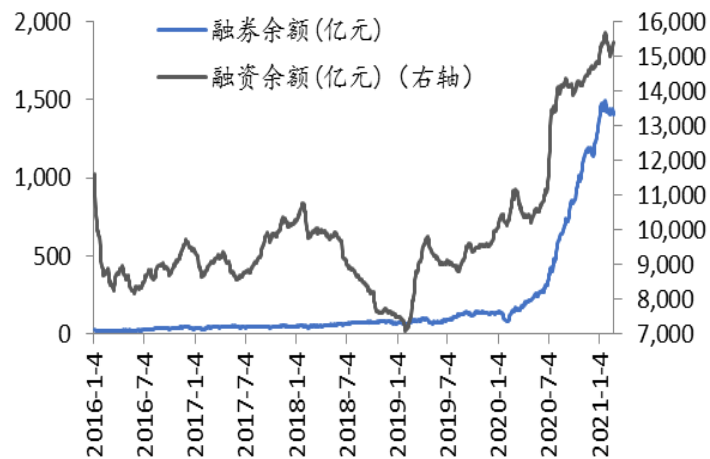
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 7：沪深港通（单位：亿元）



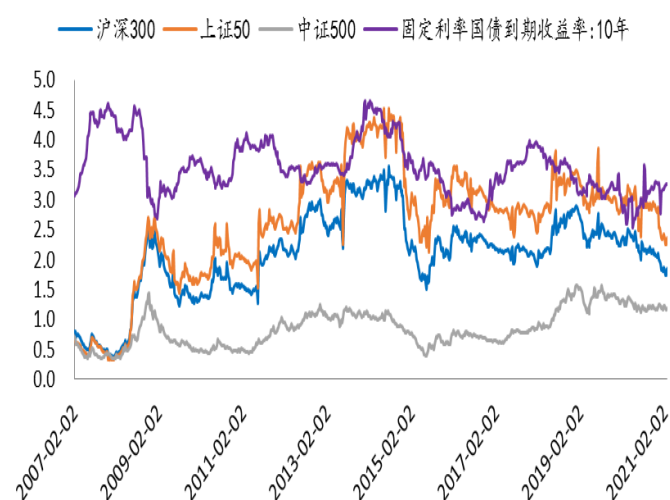
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 8：融资融券余额（单位：亿元）



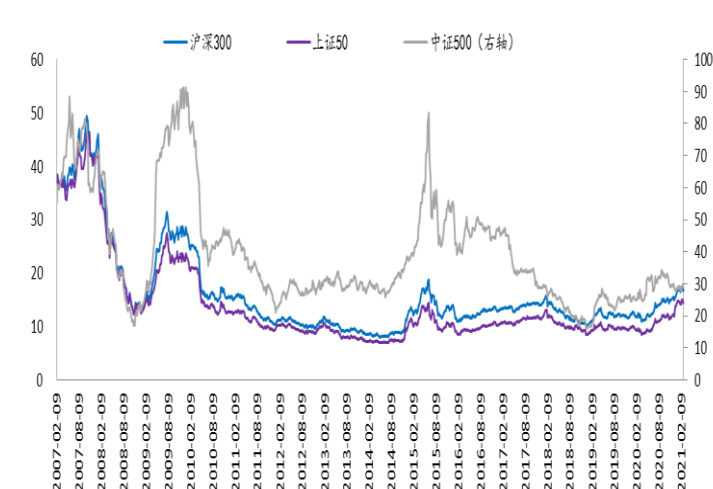
数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 9：标的指数股息率周数据



数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

图 10：标的指数市盈率周数据



数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

螺纹钢、铁矿石

■观点

3月份，针对螺纹钢期货的投资，我们仍建议投资者寻找低点做多。

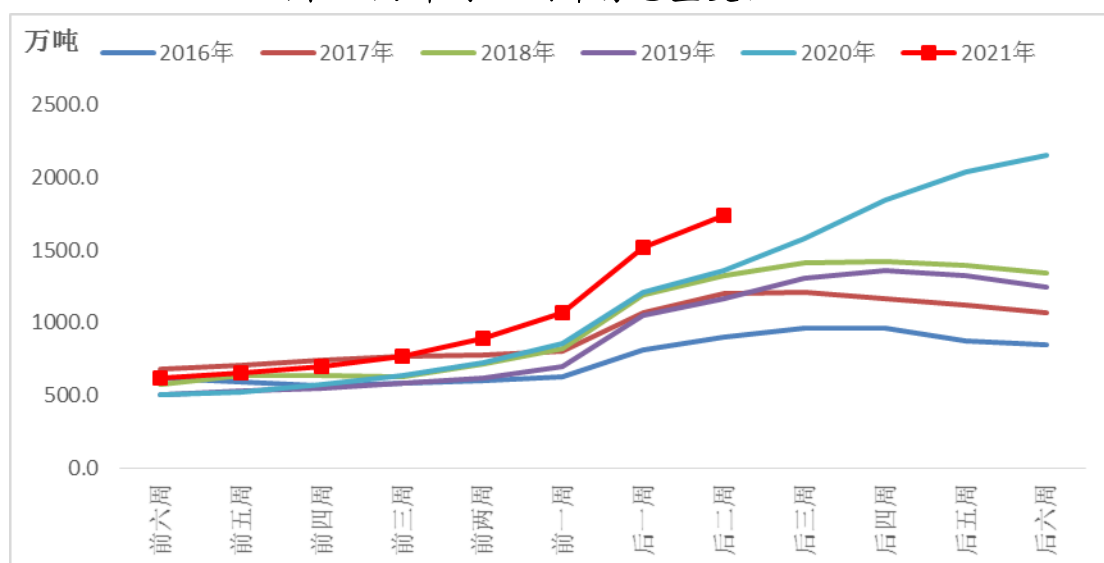
我们的依据如下：

库存并未构成压力。受气候因素和春节因素的双重影响，每年春节前后，都是螺纹钢市场库存积累最快速的时段。我们对近五年春节前后的库存积累状况进行了统计。从绝对量来看，春节前后库存增量常在400-900万吨之间；2020年，受疫情影响，螺纹钢市场春节前后库存累计增量接近1700万吨；从相对幅度来看，春节前后库存增幅在70%-170%之间，而2020年库存增幅接近330%；从时间点来看，春节后第三周或第四周会见到库存拐点，即从春节后第四周或第五周开始，螺纹钢市场库存总量会开始下降，但2020年库存积累一直持续到春节后第七周，累库时间比往年要长。所以，综合而言，新冠疫情对2020年的春节累库构成了明显的影响。

当前，螺纹钢市场正处于2021年春节累库时段，将今年的累库状况与往年做一个对比，可以帮助我们认识当前螺纹钢市场的现实。从绝对量来看，螺纹钢库存总量由622.25万吨开始积累，最新一期的数据是1736.8万吨，春节前后库存累计增量为1114.55万吨，这一数量超过了除2020年外的任何一年；从相对幅度来看，今年春节前后库存增幅为179%，也超过了除2020年外的任何一年；从时间点来看，当前处于春节后第三周，库存仍处于积累状态，尚无法判断库存积累持续时间与往年相比是更长还是更短。

对于今年数据与往年数据的比较，我们可以从不同的两个角度来看，一种角度是偏悲观的，即目前的螺纹钢库存总量已处于历史同期最高，春节后第一周的较春节前最后一周的库存增量也是历年最高，也就是说，今年的库存积累比明显受到疫情影响的2020年还要快；另一种角度则是偏乐观的，这个角度是看到了我国钢铁产量基数的增长和春节时间跨度的差异。

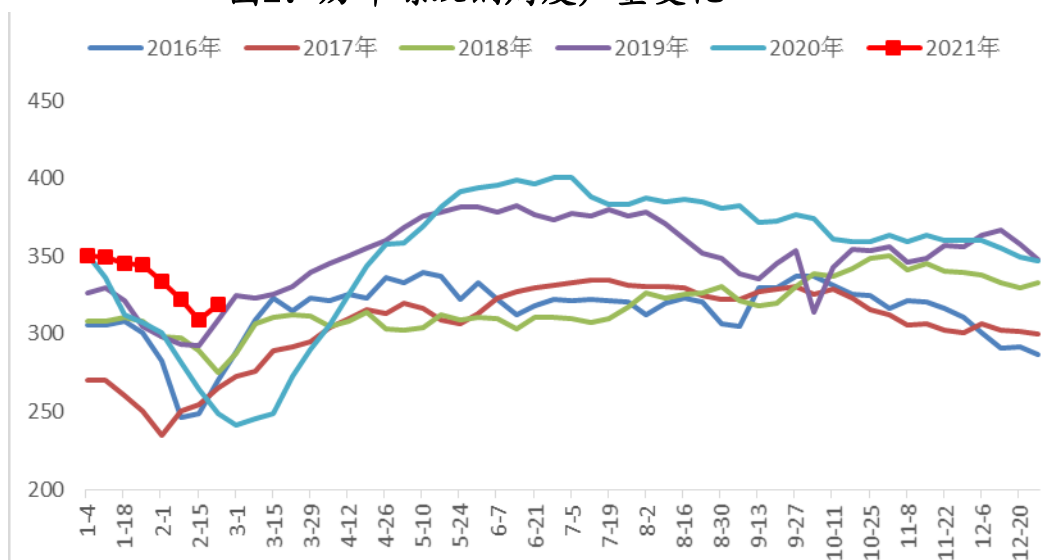
图1：历年螺纹钢库存总量变化



(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

产量基数的增长，意味着需求真空的状态下，同等时间段内库存累积的幅度也会增加。数据显示，2021年春节前最后一周，螺纹钢周产量为321.95万吨。而2020年春节前最后一周，螺纹钢周产量为307.54万吨，2019年春节前最后一周，螺纹钢周产量为297.86万吨。春节假期时间跨度是指，2021年春节前最后一期数据与春节后第一期数据的时间间隔更长。2020年，春节前最后一期库存数据发布于1月23日，春节后首期数据发布于2月2日，今年春节前最后一期数据发布于2月4日，春节后首期数据发布于2月17日，间隔时间更长。

图2：历年螺纹钢周度产量变化



(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

故而，从悲观的角度来看，目前高库存量和库存快速增加是一个客观现实，从乐观的角度而言，这种局面是可以得到解释的。

从春节后螺纹钢期货价格的实际走势来看，快速增长的库存和历史新高的库存量并未对市场构成压力，螺纹钢期货价格连续刷新高点，目前价格正处于2011年后的最高区域。我们认为，这主要是乐观预期在起作用，而后期现实能否验证乐观预期，将成为最关键的因素。

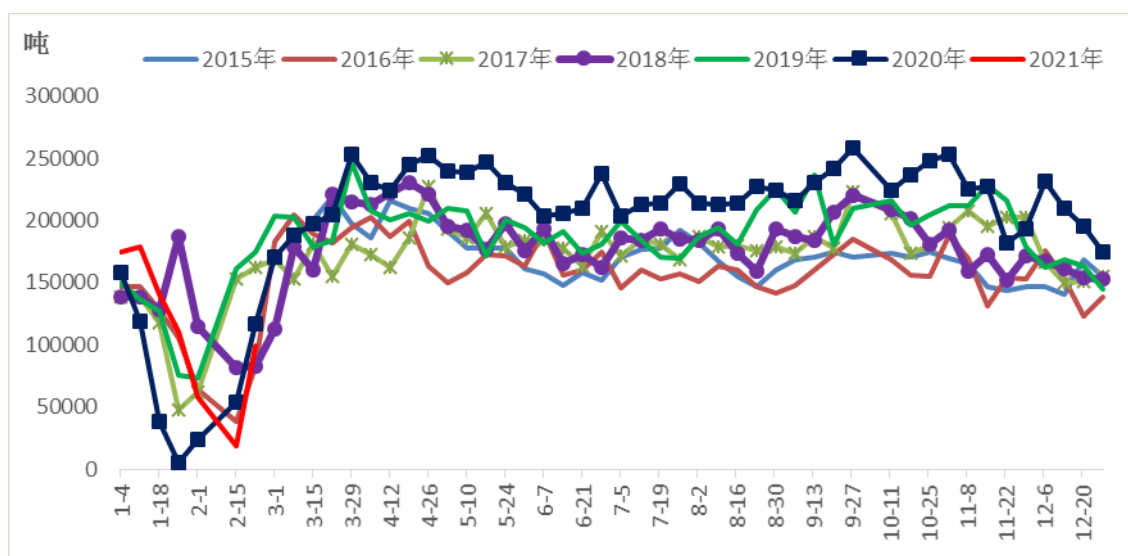
中期需求依然向好。中期来看，螺纹钢市场需求仍有望向好，现实或许能逐步验证预期。

一是国内需求仍有保证。房地产是最重要的螺纹钢下游行业。数据显示，2020年1-12月份，房地产投资累计同比增速为7.0%，施工面积同比增速为3.7%，这两项指标连续几个月持续回升。在未来一段时间内，当前支撑房地产行业的金融环境和政策环境不会发生明显改变，房地产行业或仍将延续坚挺态势。基建方面，2021年宏观政策基调仍然保持稳健，基建投资可能也将保持稳定。

二是，国外需求继续恢复。在疫苗的帮助下，各主要经济体新冠疫情确认人数都出现了明显的下降，新冠疫情对国际上主要经济体的影响在减弱，这意味着钢材的外围需求在好转。海关数据显示，自2020年10月份开始，我国钢材出口同比下降幅度和钢材进口同比增长幅度都明显收窄。2020年12月，我国钢材出口量为485万吨，同比已转为正增长。

三是，需求旺季即将到来。受我国气候条件影响，螺纹钢需求呈现出较为显著的季节性特征。每年的三、四月份是一年内需求最旺盛的阶段，故而有“金三银四”之说。当前已是阳历的3月初，一年中的需求旺季即将来临。跟踪现货需求的变化，我们主要跟踪现货市场成交量这个指标。上周，相关机构发布的数据显示，全国237家贸易商建筑钢材成交量在每日10万吨以下的水平，若日成交量能够上升至20万吨以上，则意味着旺季需求的正式启动。

图3：历年全国贸易商建材成交量周均值变化



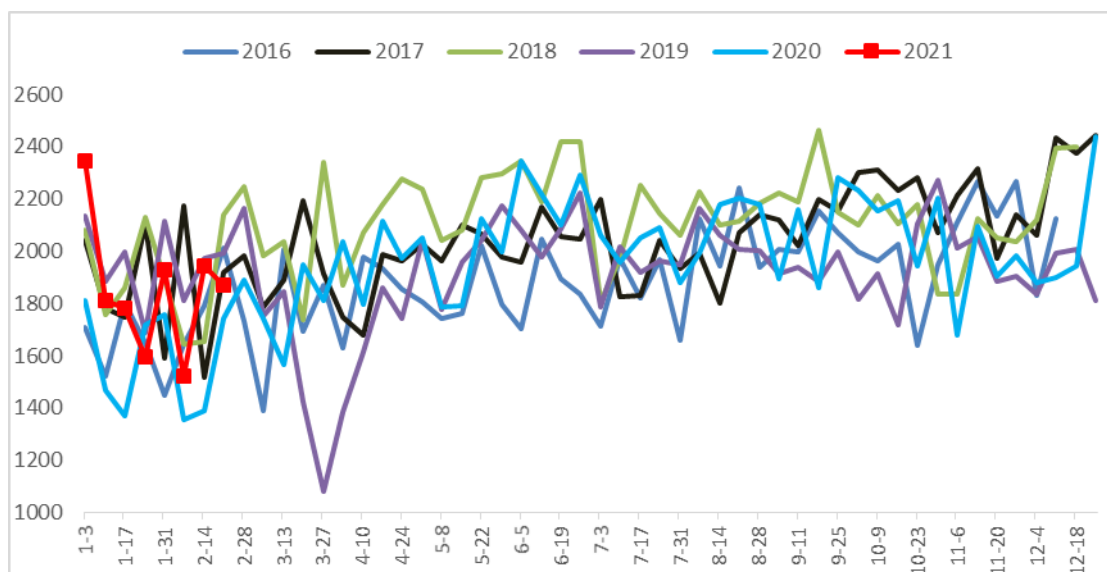
(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

基于以上的分析，我们给投资者的建议肯定是中期偏多的操作思路。不过，具体到点位的判断，我们还需要参考基差水平和技术分析。从基差水平来看，螺纹钢现货价格在4630元/吨，若不考虑理计与实重的差异，螺纹钢期货主力合约收盘价已经高于现货价格。所以，虽然我们对中期方向看多，但当前的估值水平下建仓多单确实不够理想。我们建议投资者采取分批建仓的方式。从技术分析的角度来看，我们认为4200-4400元/吨是RB2105合约的理想买点。从时间点来说，3月上旬是需要关注的建仓时段。

铁矿石市场大体跟随成材波动，但其波动性更强。中期而言，铁矿石价格仍存在支撑。

首先，一季度铁矿石发货存在不确定性。我国铁矿石资源严重依赖进口，澳洲和巴西是铁矿石进口的主要来源国。历史数据显示，一季度往往是一年之中发货量最低的时段，这主要是受到气候因素的干扰。一季度，太平洋往往会形成飓风，会对铁矿石的运输构成影响。此外，自2020年四季度开始，中国以外的铁矿石需求增加导致发往铁矿石资源量下降的情况已经出现。最后，中澳关系的紧张也刺激了市场情绪。

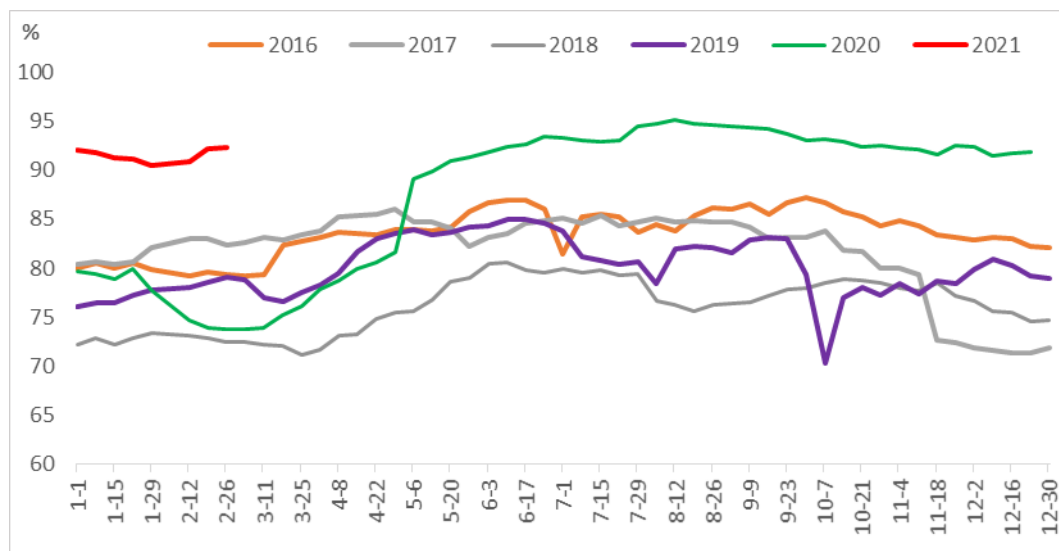
图4：历年巴西澳洲铁矿石发货总量变化



(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

其次，铁矿石需求中期内大概率将得到恢复。如前所述，短期来看，高炉利润的压缩将抑制铁矿石需求。但中期来看，高炉的生产保持稳定的概率较大。这里需要注意的就是工信部政策的执行力度和执行时段。我们认为，该政策在一季度实施的可能性不大。基于此判断，我们认为，春节之后，高炉生产将得到恢复，铁矿石需求将回升。

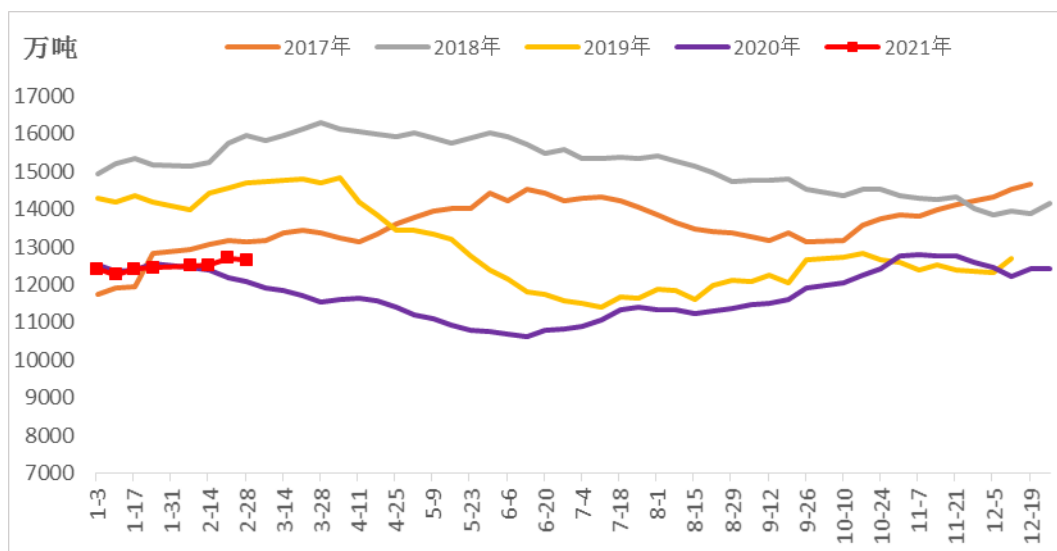
图5：全国高炉产能利用率变化



(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

再次，铁矿石库存仍然不高。铁矿石库存有港口库存和钢厂库存两个口径。数据显示，铁矿石港口库存总量在12644.7万吨，仅高于2020年同期水平。钢厂库存方面，当前钢厂进口矿烧结粉总库存在1800万吨以下，进口矿平均可用天数为30天。参考往年数据，目前铁矿石库存并不算高。

图6：铁矿石港口库存变化



(数据来源：钢联数据、西南期货研究所)

最后，期货价格存在明显贴水。自I2009合约开始，铁矿石期货实施品牌交割制度。为保持可对比性，我们测算铁矿石期货价格与PB粉现货价格之间的升贴水关系。可以发现，当前I2105合约价格仍较PB粉现货仍存在明显贴水。期货价格的大幅度贴水，可能意味着期货价格的下跌空间不会太大。

策略

RB2105合约在4200-4400元/吨区间建仓做多，跌破4100元/吨则止损；

I2105合约在1000-1080元/吨区间做空，跌破960元/吨止损。

我们意识到推荐的策略可能存在一些风险点，我们提醒投资者及时跟踪技术面和产业信息的变化，注意仓位控制，并遵守止损纪律。

焦煤焦炭

前高多单止盈

一、2月行情回顾

2月，因为春节的缘故，实际交易日只有15日。焦炭05合约承接1月的跌势，在2500点附近企稳后反弹，节后在2800点下方受阻再度回落。一方面，主力05合约单边下跌500点左右的行情后，基差已经转变为平水至微升水状态，期间现货短缺的局面对价格企稳带来了支撑。另一方面，市场对开春后的需求并不明确，在没有证据表明未来消费会下降的情况下，只好按照传统旺季的模式预期并给予焦炭价格相对的估值。

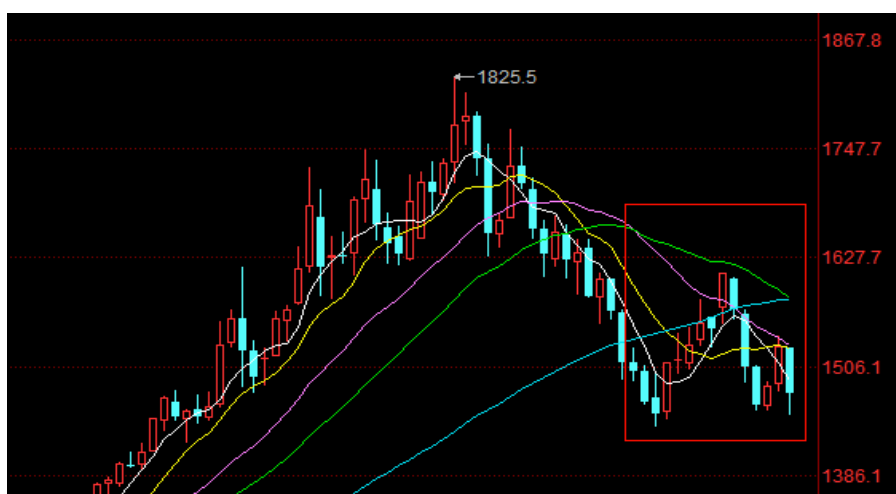
图表 1：J05 合约行情走势



(数据来源：同花顺、西南期货研究所)

焦煤与焦炭价格走势类似，月初延续1月的跌势并在1400点上方企稳，节后反弹，冲击1600点失败后再度回落。非澳大利亚的海运煤通关增加一度带动焦煤大幅下挫，但随着春节的临近，煤矿方面出现检修，市场担忧国内供给收缩。但2021年春节就地过年的情况增加，煤矿方面实际减产有限，而钢厂与焦化厂的原料补库也较为充足，因此市场做多的信心脆弱，反弹遇阻即表现出大幅回落的节奏。

图表 2：JM05 合约行情走势



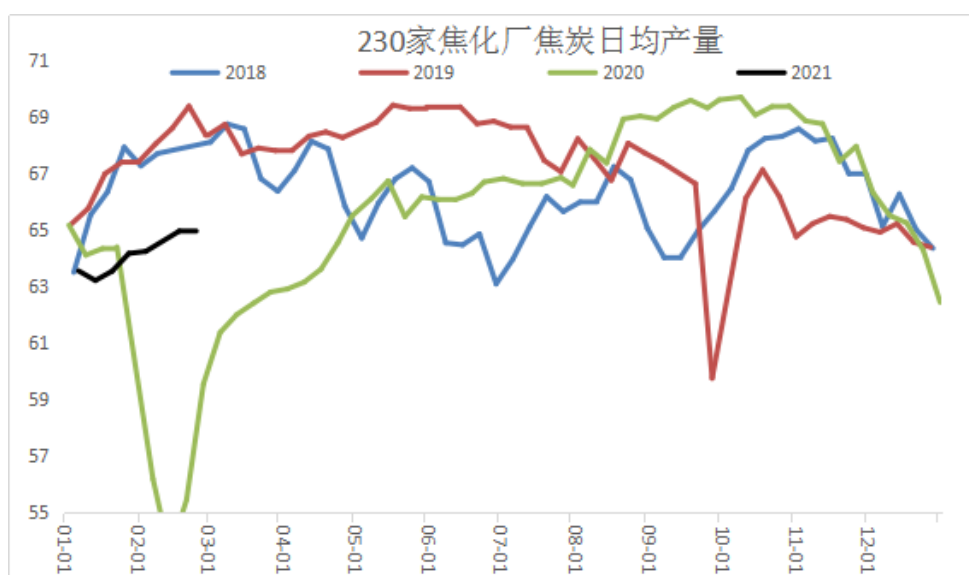
（数据来源：同花顺、西南期货研究所）

二 3 月市场展望

供给端看，3月份取暖季结束后，焦化厂还有一波去产能（新增972万吨，同时淘汰994万吨，净淘汰26万吨），其他月份焦炭产能整体增加。根据钢联最新的调研数据显示，2020年焦炭净淘汰约2500万吨，截止2月下旬，2021年已淘汰焦化产能396万吨，新增1225万吨，净新增829万吨。从上数数据我们可以很清晰的看到，焦炭供给最紧张的时候是20年12月到21年1月期间。虽然3月份还有较大的产能去化，但该情况也早已被市场所认知。

具体产量看，1-2月的焦炭产量未再重复20年因为疫情造成的供给缺口，但日均产量相比18/19年同期，下降了约3万吨/天的水平。综合产量、产能的情况，可以概括为：产量相比于传统同期不足，但产能正在稳步恢复之中，3月之后，每月的净新增产量将会大于1万吨/天的水平。

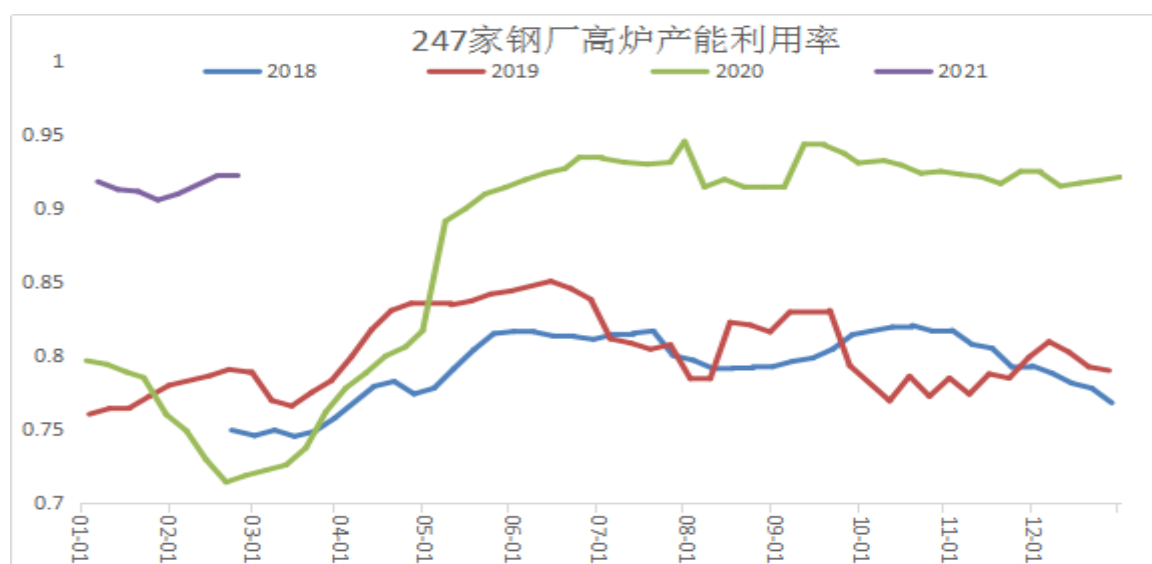
图表 3 焦化厂日均焦炭产量 单位：万吨



(数据来源：钢联、西南期货研究所)

需求端看，一方面，21年春节期间，高炉并未出现往年的大规模检修情况，而是一直保持着高产状态，产能利用率在1月底最低的时候也在90%以上。另一方面，机构调研数据显示，2-4月，或将有1000-1500万高炉铁水产能净投放。基于这两个方面的情况，钢厂对于焦炭的需求增量不会出现特别大的增量。

图表 4 高炉产能利用率



(数据来源：钢联、西南期货研究所)

焦煤库存结构方面看，2月延续了1月的情况，疫情缘故导致交通管制加强，焦煤到港数量下降，再加上贸易商基于海运煤的价差变化，对于高价的采购意愿下降，

到2月底，港口焦煤一直在250万吨上下徘徊。焦化厂、钢厂的焦煤库存也因为到了高位而开始控制到厂的车辆。

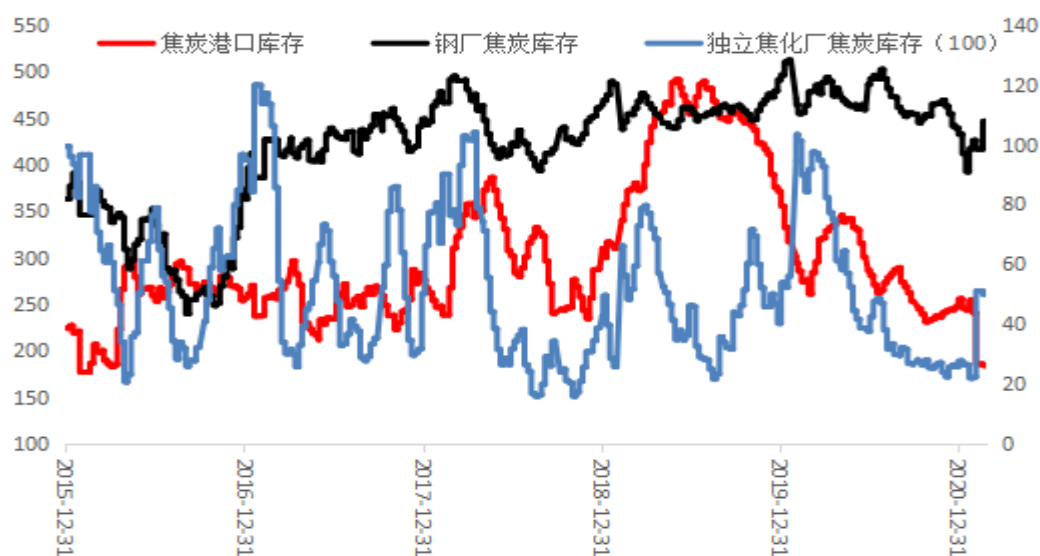
图表 5 焦煤库存结构变化 单位：万吨



(数据来源：钢联、西南期货研究所)

焦炭库存结构方面看，春节期间，焦炭库存从焦化厂转移的节奏放缓。

图表 6 焦炭库存结构变化 单位：万吨



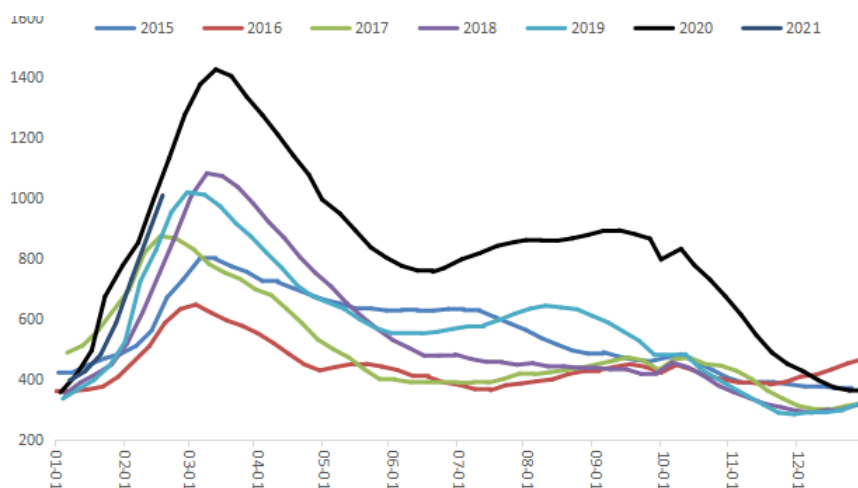
(数据来源：钢联、西南期货研究所)

最后，钢材成材端的消费是决定3月及以后月度的关键变量之一。

目前，主流券商目前对于全年的消费是比较看好的，部分机构预期2021年的粗钢消费同比将会增加4%。然而，全年的趋势即使达到上述增量水平，具体分布在月度的需求上，节奏也可能有差异。

下游消费的正式启动一般要等过了正月十五后，农民工才能大批到位，工地才能大面积开工的。今年一部分工人就地过年，减少了需求端的波动。而贸易商的日均成交数据在节后的两周内，表现却并不太理想。作为钢材消费的三大终端之一，在三条红线的压力之下，房地产企业将会延续2020年的模式，而2月24日，房地产市场一则消息称：“全国22个重点城市要实行“两集中”，土地招拍挂活动一年不能超过三次。”该消息随后得到证实，开发商回笼资金或者变卖土地的需求将会进一步增加。这将令上半年的开工保持在较高水平，并带动钢材消费和库存的下降。

图表 7 焦炭月度产量 单位：万吨



(数据来源：公司财报、西南期货研究所)

综合对供需形式的预判，可以认为，焦炭供给端最紧张的时刻已经过去，焦炭自身推涨的动力不足；需求端则有望出现季节性的复苏。在此情景下，焦炭05与焦煤05合约分别回到前高3000点和1800点的难度较大，一旦成材端库存出现不利变化，则焦炭或将展开一轮较大级别的下跌行情。

■ 策略

焦煤：05合约在春节后的行情高点附近多单平仓，择机在09合约建立空单。

焦炭：05合约在春节后的行情高点附近多单平仓，择机在09合约建立空单。

铜、锌

■观点

宏观方面，白宫新闻秘书表示将以“耐心”的方式处理中美关系，中美之间的紧张关系有望缓和；欧洲央行维持货币政策不变；我国央行无意引导资金面过快收敛。从

基本面来看，铜精矿供应修复不及预期，电解铜冶炼厂检修结束，废铜进口量受春节假期影响或出现短暂下降；消费方面，国内进入季节性消费淡季，而海外消费存在提升空间，在低库存和宽流动性背景下，预计节前铜价延续高位震荡，节后关注国内消费恢复情况。

宏观方面，美国新一轮刺激方案在众议院预算委员会过关，美联储主席和美国财政部长先后表示将力推刺激政策，而我国央行保持温和的货币续作，此外，全球疫苗接种加速推进，新确诊病例增速持续放缓，全球经济大规模复苏预期强烈，市场风险偏好显著增强。从基本面来看，铜精矿供应偏紧，进口废铜一时难有大幅增量，或影响冶炼厂正常排产计划，铜价暴涨，导致国内加工企业复工进度被迫放缓，但金三银四传统消费旺季仍可期待。另外，春节期间，电解铜社会库存累库有限，全球电解铜总库存量维持低位，基本面整体表现向好。将宏观和基本面结合来看，操作上建议逢低做多。

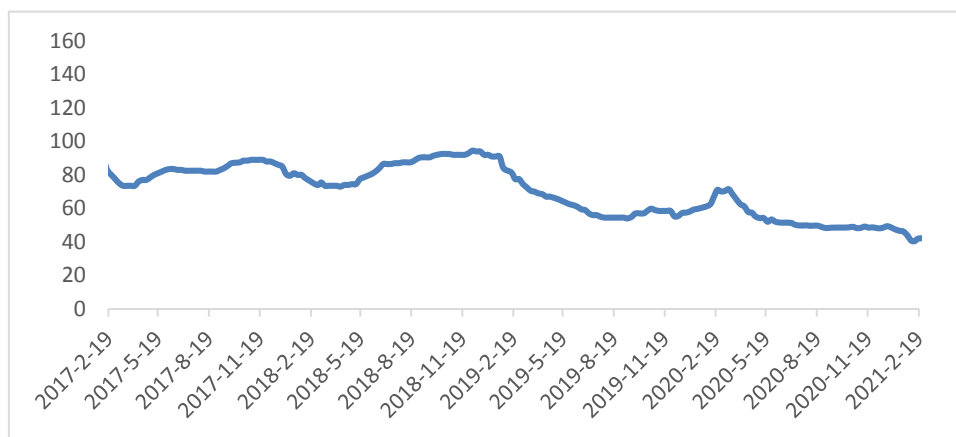
详细分析如下：

市场风险偏好显著增强。拜登政府1.9万亿美元的纾困法案在众议院预算委员会过关，落地预期强烈。美联储主席和美国财政部长对金融泡沫有所警惕，但无碍他们力推刺激政策，美国财政部长呼吁大规模刺激方案，美联储主席在最近一次的国会证词中指出，美国经济距离美联储就业和通胀目标还有“很长的路”。而我国央行保持着“不急转弯”的态度，温和控制货币续作力度。另外，全球疫苗接种加速推进中，目前已有92个国家和地区启动新冠疫苗接种计划，接种总量超过2.05亿剂次，并且还在以日均约644万剂次的速度增长，全球确诊病例增速持续放缓，大规模经济复苏预期强烈。在高通胀和疫苗加速推广的背景下，资本市场的风险偏好明显升温。

矿供应偏紧，进口废铜难有大幅增量。2月以来，进口铜精矿周度加工费始终在40美元/吨附近徘徊，同时，国内高纬度、高海拔地区的矿山适逢季节性停产，原料供应呈内外双低局面，尽管硫酸价格上涨弥补冶炼厂些许利润，然而部分冶炼厂仍有意调低后续排产计划，如中铜、铜陵等，料3月电解铜产量环比小降至80万吨左右。

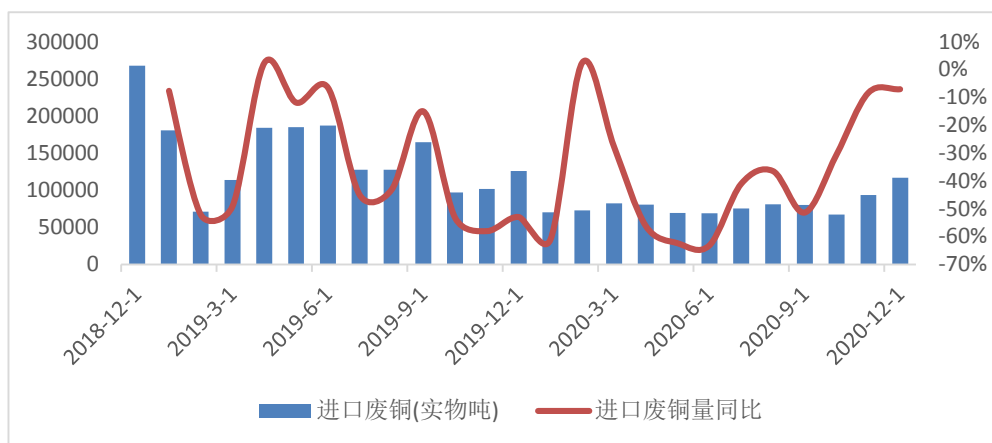
废铜方面，春节前后，国内海关进口报关手续流程放缓，并且马来西亚政府延长“行动管制令”至3月4日，预计2月废铜进口量环比下降，3月亦难有大幅增加。

图 1：进口铜精矿周度TC指数（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，西南期货研究所

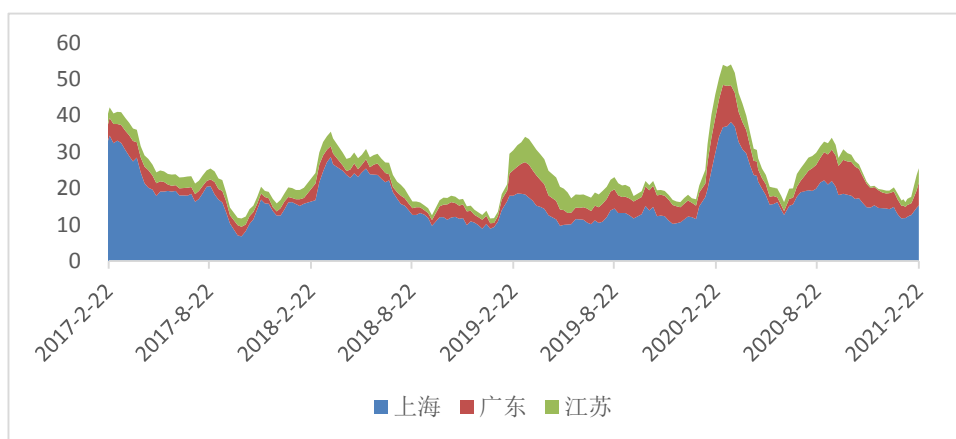
图 2：废铜进口量（单位：实物吨）



数据来源：海关总署，西南期货研究所

国内加工企业生产被迫放缓，金三银四仍可期。春节后，铜加工企业基本已复工复产，但受此波暴涨行情影响，开工速度和强度均不及预期。节前，加工企业多按照实际订单提前采购储备，原料和成品备库有限，目前在产订单基本都是年前订单和长单，新增订单寥寥。主因铜价涨至近十年高位，下游未保值企业多等待盘面回调，处于观望状态，故中间加工企业亦不敢盲目生产，现货贸易市场交投偏淡，但考虑到全球经济修复预期、新能源需求等方面，传统“金三银四”消费旺季仍可期待。

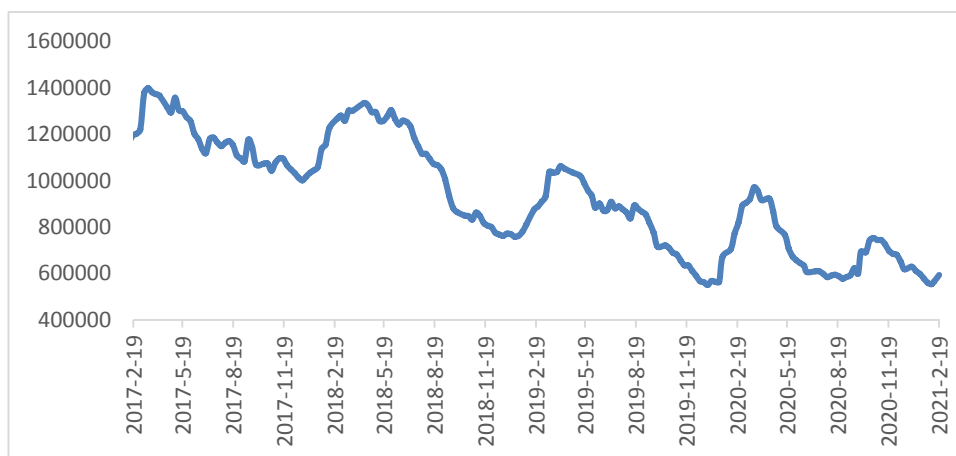
图 3：国内电解铜社会库存（单位：万吨）



数据来源：SMM，西南期货研究所

全球电解铜总库存量维持低位。春节期间，国内五地电解铜累库5.5万吨，累库幅度较温和。截止2月底，全球电解铜总库存（SHFE、LME、COMEX和保税库）约60万吨，同比下降超30%，于历史低位附近徘徊。随着疫苗普及速度加快，欧美新确诊病例增量持续放缓，海外经济不断修复，料LME和COMEX铜库存将持续去化，且具有加速去库的可能，给予铜价强支撑。

图 4：全球四地电解铜库存总量（单位：吨）



数据来源：Wind，SMM，西南期货研究所

策略：

高通胀推升铜价急速创新高，短期内警惕情绪消退和高位保值盘入场，考虑到铜基本面向好，建议待回调后再做多。预计3月沪铜运行区间66000-75000元/吨，伦铜运行区间8900-10000美元/吨。

锌

■观点

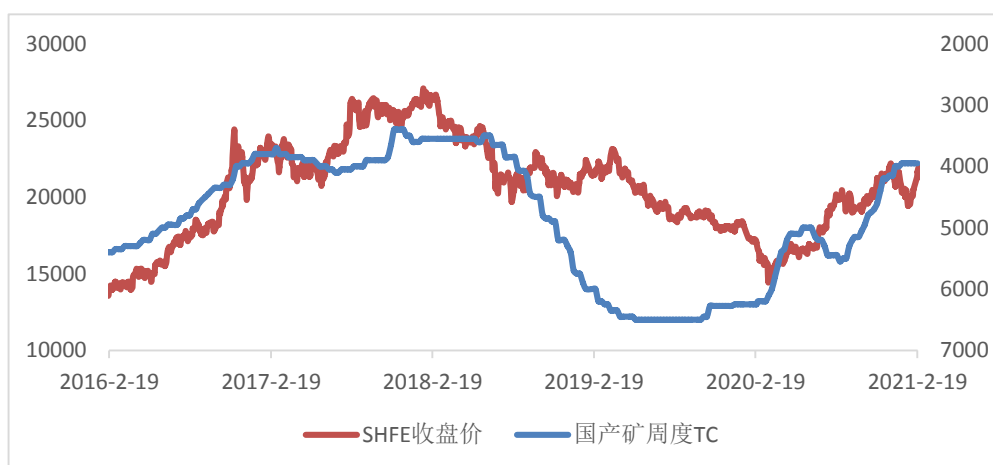
国内矿企时值季节性生产淡季，且进口锌精矿量有限，锌精矿加工费难以摆脱低位，同时，冶炼企业生产趋于亏损，计划检修的企业数量增多；消费端，节前锌下游消费转淡，但优于预期，节后中大型企业复工速度和时间同比将提前，料锌锭社会库存累库幅度有限。预计节前锌价维持弱势下探，节后锌价重心有望上修。

春节期间，锌精矿进口报关量有限，叠加国内矿企季节性停产，锌矿供应仍偏紧，矿加工费支撑价格的逻辑依然有效，同时，冶炼企业难有盈利，检修结束后基本维持刚需生产；消费端，锌初级加工企业已有订单量可观，多计划节后满产运行。此外，春节期间国内累库幅度十分温和，短期内基本面难寻明显利空因素，伴随着宏观情绪高涨，锌价存在继续走强的动力。

详细分析如下：

矿供应未见宽裕，冶炼厂检修恢复。国内高海拔、高纬度地区的矿企仍处于季节性停产阶段，且春节期间锌精矿报关进口量有限，故3月锌精矿整体供应仍难见宽裕，加工费维持低位水平。参考下图可知，近几年沪锌走势基本遵循矿端逻辑，目前该逻辑支撑依然有效，因此偏紧的锌精矿供应状态仍给予锌价强支撑。

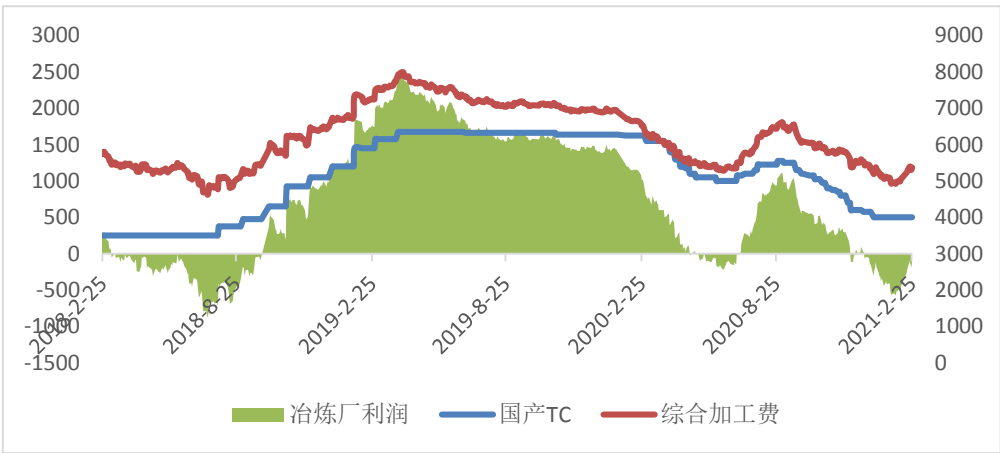
图 1：锌精矿加工费和沪锌主力合约（单位：元/吨）



数据来源：SMM，同花顺，西南期货研究所

在锌精矿供应偏紧，加工费持续走低的背景下，尽管近期锌价大幅上修，冶炼厂依然难有可观盈利，料冶炼厂检修结束后多维持刚需生产，加之自然工作日的增加，预计3月锌锭产量将重回50万吨及以上。

图 2：冶炼厂利润（单位：元/吨）

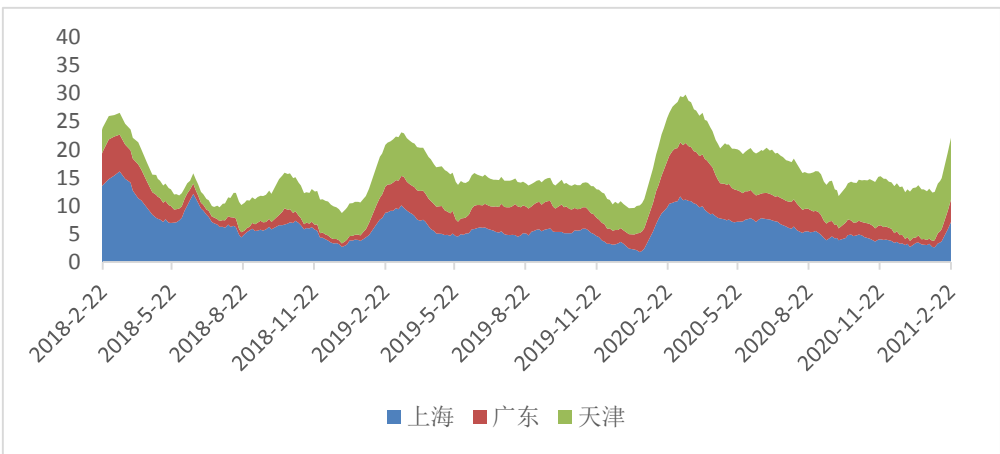


数据来源：SMM，西南期货研究所

春节累库较温和，下游消费可观。春节期间，国内三地锌锭累库4.5万吨，七地累库5.7万吨，同比历史数据来看，在产量节节攀升的情况下，累库幅度十分温和，有利于锌价修复节前跌幅。

节后锌价暴涨，然而初级加工企业，如镀锌结构件、镀锌板、氧化锌企业，均表示已有订单量较可观，复工后计划满负荷生产，仅压铸锌合金企业表示终端订单不理想。结合历史开工率来看，春节后往往会出现大面积的消费复苏，故对3月锌消费持乐观态度。

图 3：国内三地锌社会库存（单位：万吨）



策略：

短期内，基本面难寻明显利空因素，叠加宏观情绪鼓动，操作上建议以逢低做多为主。预计3月沪锌运行区间21000-23500元/吨，伦锌运行区间2800-3200美元/吨。

白糖

■观点

对于国内来讲，二月份国内跟随外盘和通胀预期被动上涨，上涨的力度远低于外盘。2020年下半年进口了大量的原糖，另外，截止2021年1月底，国内工业库存处于历史同期最高水平，短期国内供给非常充足。每年3-5月份为国内消费淡季，国内难以形成向上的驱动。建议区间偏弱操作为主，中长线投资者等待合适的价格和时机做多SR109合约，建仓的时间点可能在二季度中后期。

一、行情回顾

白糖SR2105震荡上行，最高涨至5557附近，持仓变动不大。主要原因是：

- (1) 外盘大幅上涨推动国内上涨；
- (2) 全球通胀预期较强，大宗商品均大幅上涨。

2021年3-4月国际国内糖价将何去何从呢？

二、2021年国外未来两个月糖基本面情况

(一) 2020/21榨季全球食糖存供需缺口

国际糖业组织(ISO)在2020年2月25日预计，2020/21年度全球糖市供应缺口将在480万吨。此前ISO预测，当前年度全球糖市供应短缺为350万吨。

Stonex在2021年1月预计，2020/21年度全球糖市供应缺口将在330万吨。其在11月份的预测供需缺口为220万吨。

(二) 巴西2021/22榨季产量或小幅下调

3月份，巴西生产处于2020/21榨季尾声，产量基本上对全球供需格局影响有限，目前市场的关注点在2021/22榨季的产量上。

巴西2021/22榨季将从2021年4月份开始，目前国际机构初步预计其新榨季甘蔗量产量为由本榨季的5.95亿吨下滑至5.8亿吨。

（三）印度产量低于预期

ISMA在1月底预测预计本榨季印度糖产量达到3020万吨左右，上次预计为3100万吨。截至2月15日，产糖2089万吨，同比提高390万吨。

为了减少债务和削减不断增加的库存，印度政府批准在2020/21年度为糖厂提供每吨6000卢比（3.7美分/磅）、上限600万吨糖的出口补贴，而2019/20年度为糖厂提供每吨10448卢比，每吨减少4448卢比，粗略换算的话大约出口补贴为3.7美分/磅。

（四）泰国再次大幅减产

2019/20年度泰国的产量在830万吨左右，大幅减产。预计本榨季泰国产糖量将为十年来最低，目前国际机构预计大约730万吨。

截至1月31日，泰国累计产糖470万吨，同比减少60万吨。

三、国内基本情况分析

（一）国内产量稳定，但进口大增

预计2020/21年度榨季国内产量在1050万吨，波动不大，不需要过多的研究。广西和云南甘蔗糖成本大约在5500和5300元/吨，北方甜菜糖成本在5200元/吨左右。

近几个月进口了大量低价糖，2020年1-12月我国累计进口糖526万吨，同比增加188万吨，其中12月进口量91万吨，创历史新高，进口压力巨大。

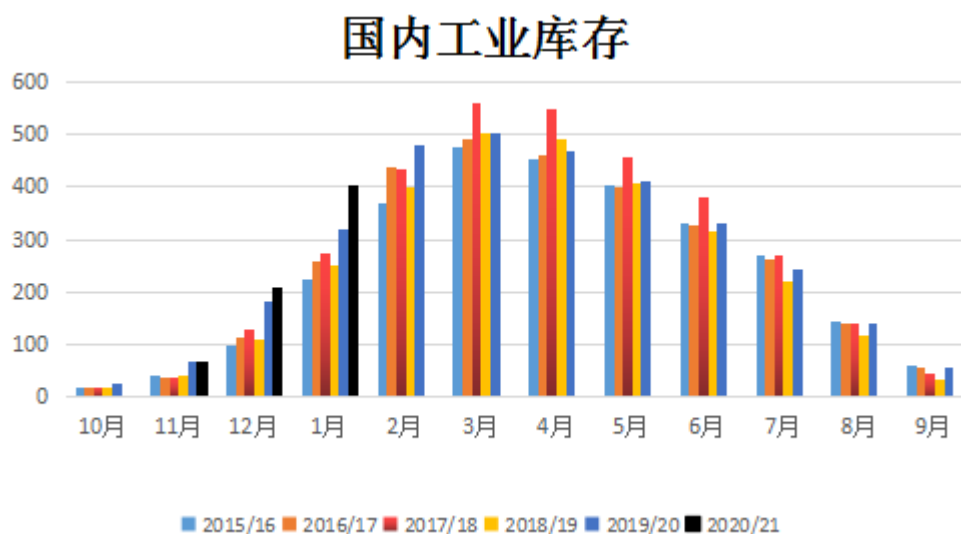
图1：国内食糖进口量万吨



（数据来源：Wind资讯、西南期货研究所）

（二）国内工业库存处于历史同期最高位

截止1月底，国内库存403万吨，创历史同期最高库存，供给压力较大。



四、未来两个月白糖投资机会展望

从国际方面来看，题材较多，但是驱动也在走弱，风险与收益共存。

从榨季的角度来看，存在较大的供给缺口，这奠定了2021年全年糖价不会太弱。但短期上涨多大，或存在回调的压力。

对于国内来讲，二月份国内跟随外盘和通胀预期被动上涨，上涨的力度远低于外盘。2020年下半年进口了大量的原糖，另外，截止2021年1月底，国内工业库存处于历史同期最高水平，短期国内供给非常充足。每年3-5月份为国内消费淡季，国内难以形

成向上的驱动。建议区间偏弱操作为主，中长线投资者等待合适的价格和时机做多SR109合约，建仓的时间点可能在二季度中后期。

■策略

建议短期区间偏弱操作为主，中长线投资者等待合适的价格和时机做多SR109合约，建仓的时间点可能在二季度中后期。

重点：全球疫情发展，全球通胀预期情况

粕类油脂

■观点

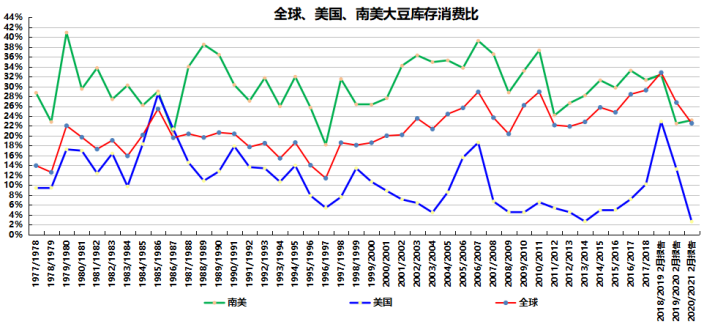
全球大豆供需偏紧连粕多单持有，关注生猪存栏；价格结构利多但油脂有提前累库迹象，等待期现价差或内外价差修复后的做空机会。

国际市场概览

国际方面，USDA 2月供需报告继续利多。USDA2月供需报告将美豆2020/21年度库存消费比预估进一步下调至2.61%（上月预估3.07%，前一年度13.28%）。美豆库存消费比下调至历史最低水平，美豆供需进一步收紧。USDA预计全球2020/21大豆库存消费比22.54%（上月预估22.8%，前一年度26.74%）。全球大豆库存消费比至近10年第3低位，略高于2011/12年度的22.16%，略低于2013/14年度的22.82%。2011/12年度美豆在1100–1800美分/蒲区间运行，2013/14年度美豆在900–1540美分/蒲区间运行。参照这两个年度的美豆价格，我们认为美豆新作可能在1000–1700美分/蒲区间运行。美豆主力合约在1350美分/蒲以下可以考虑做多。基金持仓方面，截止2月16日当周，基金减持美豆期货净多头寸，但基金在美豆期货上的净多头寸仍旧处于高位，关注基金后期是否继续减持。2月中旬美国农业部在展望论坛中预计，2021年美国大豆种植面积将为9000万英亩，高于2020年的8310万英亩，亦高于分析师预估均值8,940万英亩。美国农业部同时预计，2021/22年度美国大豆均价在每蒲式耳11.25美元。预计2021年大豆产量将达到创纪录的45.25亿蒲式耳，较上一年度增长9%；平均单产预估为每英亩50.8蒲式耳。在其首次对下一年度作物的供应预估中，美国农业部预期2021/22年度大豆期末库存将从上一年度的1.2亿蒲式耳上升至1.45亿蒲式耳，但仍处于“历史低点”。

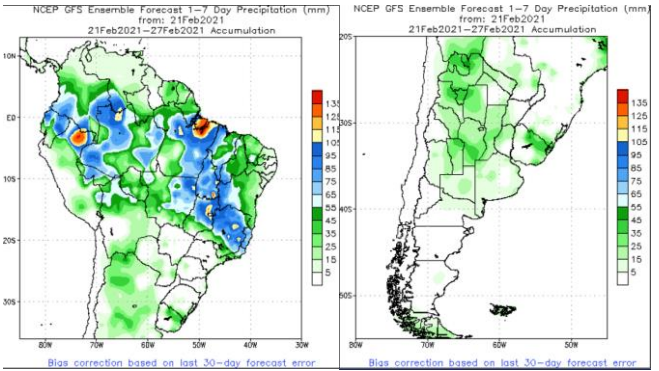
南美方面，咨询机构Datagro公司称，截至2月5日，巴西农户已经预售60.4%的2020/21年度大豆，高于上年同期的47.0%，也超过了2016年创下的历史同期最高纪录48.8%，高于五年同期均值40.8%。该公司预计2020/21年度大豆产量为1.3587亿吨，其中已经预售的数量为8213万吨。去年同期的预售数量为5976万吨。南美农业专家迈克·科尔多涅博士称，阿根廷农业产区天气尚好，土壤墒情充足，有助于维持大豆作物状况。2月中旬阿根廷约50%的早播大豆作物进入结荚期，6%的大豆作物进入鼓粒期，比平均水平落后20%。约40%的晚播大豆进入花期，比平均水平低10%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所维持大豆产量预测数据不变，仍为4600万吨，不过阿根廷罗萨里奥谷物交易所将大豆产量预测数据上调200万吨，为4900万吨。美国农业部维持阿根廷大豆产量预测数据不变，仍为4800万吨。

图 1：全球及主产国大豆库存消费比



数据来源：USDA、西南期货研究所

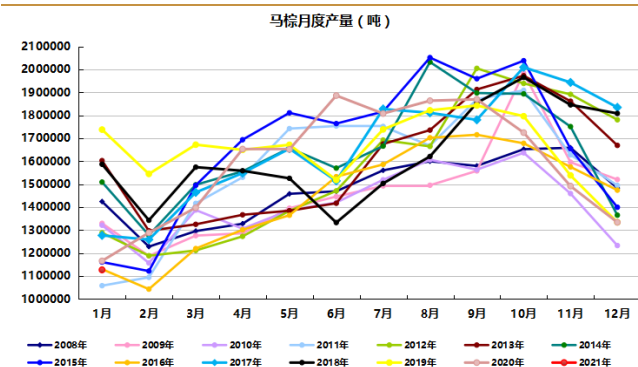
图 2：巴西（左）、阿根廷（右）天气预



数据来源：NOAA

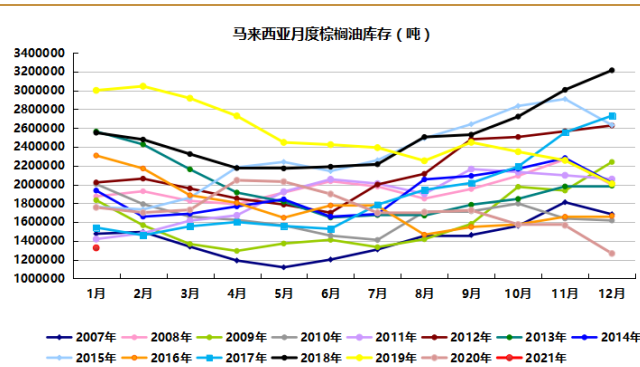
国际油脂方面，遭受冬季风暴袭击原油期货大涨带动油脂走势。不过马来西亚棕油将进入传统增产周期，此外马来西亚将3月毛棕榈油出口税率维持在8%不变，但上调参考价至每吨3977.36马币。同时2月份印度的毛棕榈油进口量可能降低，因为印度政府在2月1日提交的年度预算中改变了关税结构，将毛棕榈油的实际进口关税从30.25%提高到了35.75%。MPOB数据显示，马来西亚1月毛棕油产量112.7万吨月比降15.52%（预期114.7-116，12月133，去年1月117），出口94.7万吨月比降42.33%（预期105.4-107，12月162，去年1月121），库存132.5万吨月比增4.68%（预期121-136，12月126，去年1月176），进口16.5万吨月比降41.43%（预期11-28.2万，12月28，去年1月8.5万），马来西亚1月棕榈油库存增幅超过预期，因出口大幅降至近14年低位，而产量持续下滑。马棕库存降幅尽管库存增幅超过预期，但仍处于同期最低水平。

图 3：马棕月度产量（吨）



数据来源：WIND、西南期货研究所

图4：马棕月度库存（吨）



数据来源：WIND、西南期货研究所

国内供需情况

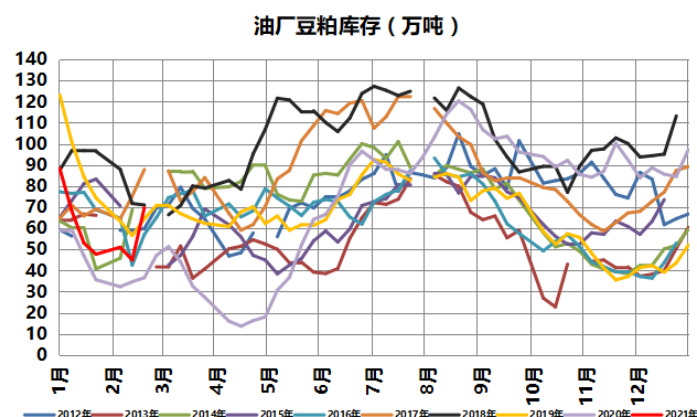
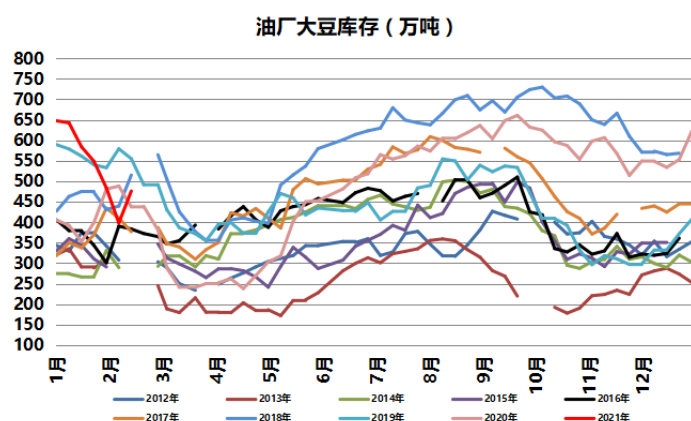
豆粕库存方面，2月下旬国内沿海油厂大豆库存在476.04万吨，环比下滑18.52%，同比增加8.78%，豆粕库存在39.7万吨，环比增加31.59%，同比增加90.57%。大豆及豆粕库存均处于近9年同期第3高水平，豆粕库存面转向偏空，但3月份油厂大豆及豆粕库存一般会呈现季节性回落走势，关注届时情况。截止2月下旬，山东地区大型饲料企业豆粕库存可使用天数集中在21天，环比回升4天，处于较高水平。

豆粕需求方面，生猪存栏环比回落，能繁母猪存栏增速放缓。天下粮仓调查的同口径500家养殖企业生猪存栏1月环比降幅为1.02%，同比增加40.92%。纳入调查的468家养殖企业母猪环比增幅为1.09%，同比增幅67.92%。由于春节临近，养殖企业有出栏任务，出猪量较大，且一些大型养殖企业把2月份出栏计划提前到1月份出栏。同时天气寒冷，非洲猪瘟疫情在各地不间断复发，部分大厂纷纷出栏大量小体重猪源，因此1月生猪存栏环比降低。饲料产量开始回升，天下粮仓调查的全国1135家饲料企业1月份饲料总产量为1166.95万吨，环比增幅在5.85%，同比增幅35.99%。2月受到春节假期影响豆粕成交清淡。养殖利润方面，据天下粮仓统计截止2.24日全国自繁自养生猪养殖头均利润在1763.65元，环比下滑1002.3元，但仍处于较高水平。

油脂库存方面，2月下旬国内豆油商业库存87.36万吨，环比增加2.56万吨，处于同期第3低水平，有提前累库迹象，偏多程度减弱。2月下旬福建两广及华东菜油库存在22.39万吨，环比增加8.07万吨，菜油库存回升同期第3低水平，偏多程度减弱。2月下旬棕榈油库存66.55万吨，环比增加7.16万吨，处于同期中等略偏低水平，中性。库存来看，豆油、菜油及棕榈油均在回升，且豆油、菜油有提前累库迹象，油脂库存偏多程度减弱，但油脂价格仍再创新高。

图 5：沿海油厂大豆库存（万吨）

图 6：沿海油厂豆粕库存（万吨）

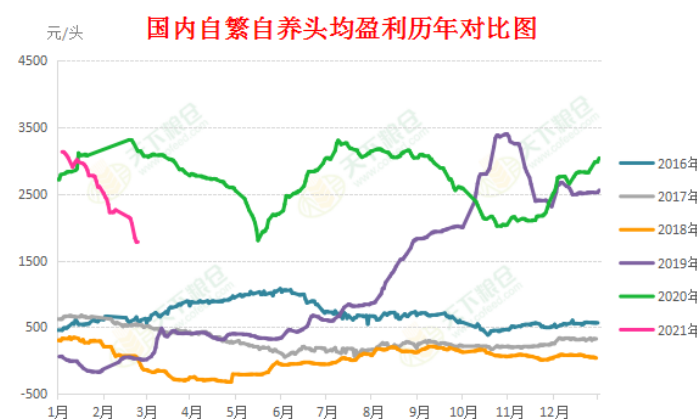
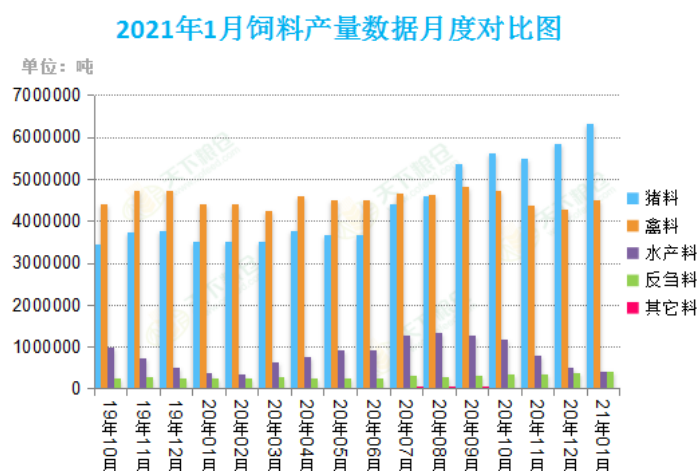


数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

图 7：各类饲料分月产量对比

图 8：自繁自养生猪养殖利润（元/头）

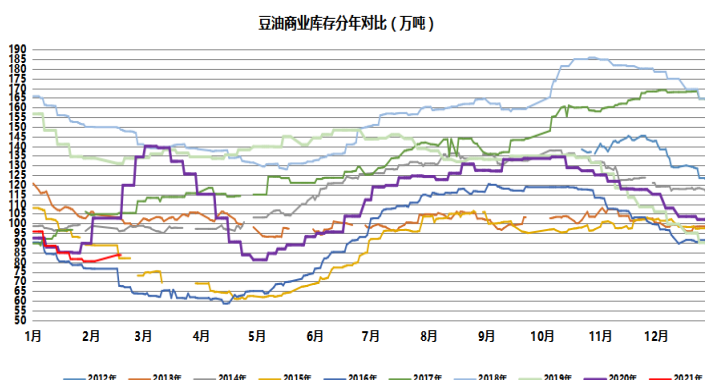


数据来源：天下粮仓

数据来源：WIND、西南期货研究所

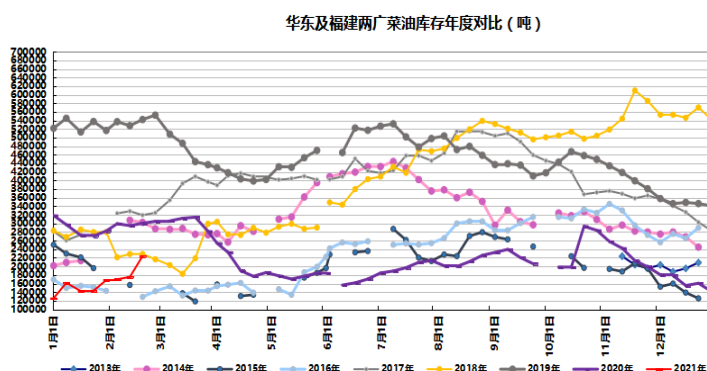
油脂需求方面，据商务部网站2月20日消息，2021年春节黄金周期间，广大餐饮企业在做好疫情防控的基础上，优化丰富菜品、创新服务方式，保障群众“就地过年”，餐饮消费迎来“开门红”。据有关协会和外卖平台调查，全国87%的餐饮企业春节期间正常营业，餐饮交易额同比增长261%。2月份现货成交来看，油脂节前成交低迷，但节后成交旺盛。

图 9：豆油商业库存分年对比（万吨）



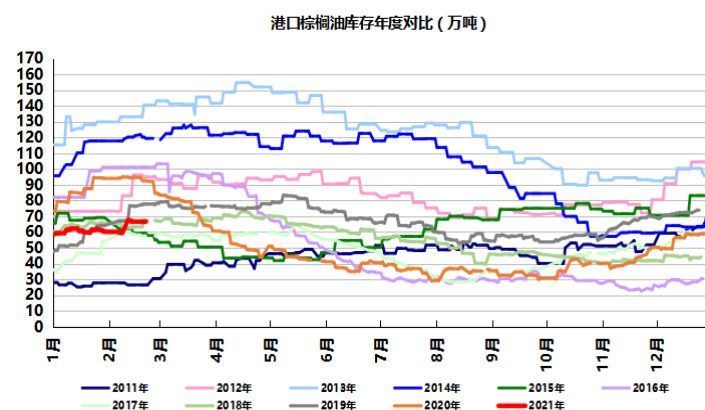
数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

图 10：福建两广及华东菜油库存分年对比



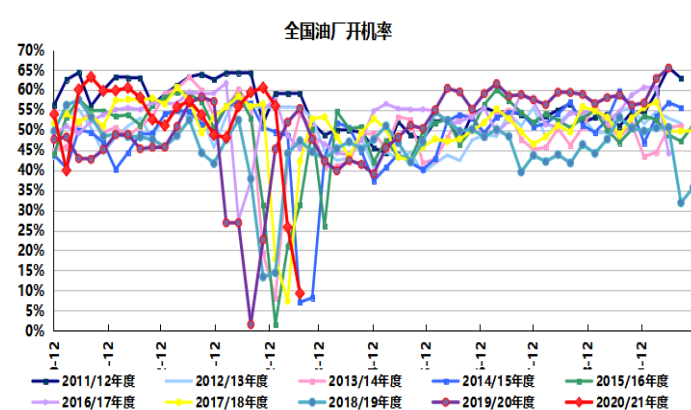
数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

图 11：棕榈油港口库存分年对比（万吨）



数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

图 12：全国油厂开机率



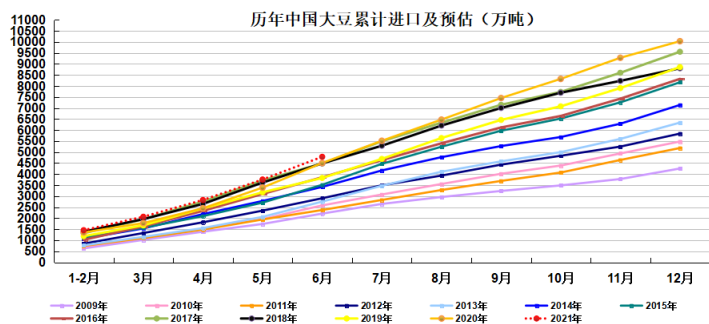
数据来源：天下粮仓、西南期货研究所

进口方面，1月大豆进口数据尚未公布，中国12月份大豆进口869万吨，环比下滑11.25%；同比增幅40.55%，2020年全年大豆进口1.03亿吨，同比增加13.25%。从天下粮仓的大豆船期来看，2021年1月至6月预计到港大豆分别在815.6万吨、640.7万吨、610万吨、780万吨、930万吨和1030万吨。如果实现此预期，2021

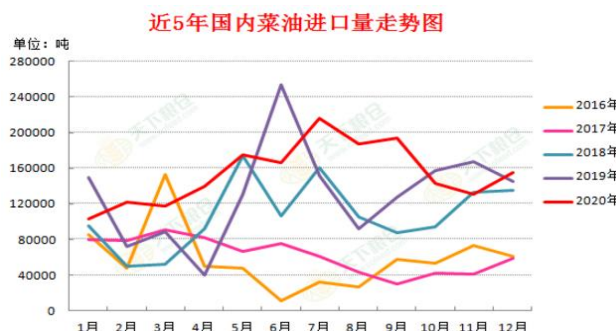
年上半年累计进口大豆将达到4786万吨，同比增加6.26%，处于历史同期创纪录水平，关注油厂大豆是否累库。

图 13：大豆累计进口及预估

图 14：近 5 年菜油分月进口量对比



数据来源：天下粮仓、西南期货研究所



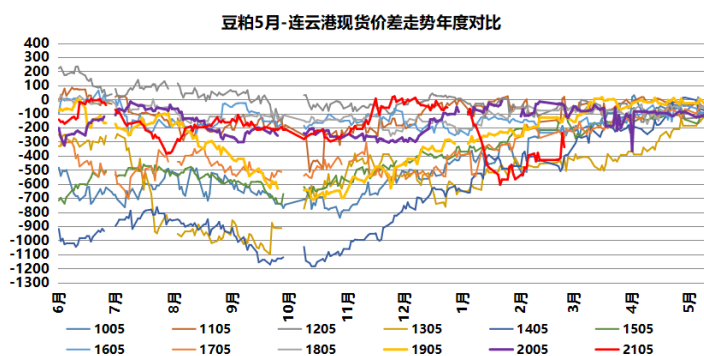
数据来源：天下粮仓

期现价差、盘面榨利及进口利润

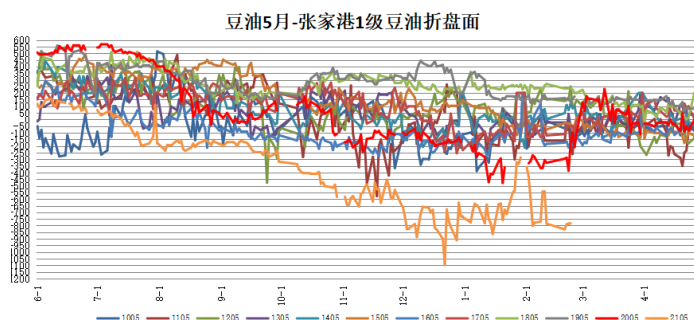
期现价差来看，豆粕期货5月合约贴水连云港豆粕现货处于同期偏高水平，利多但程度减弱。豆油期货5月合约贴水张家港豆油现货处于同期最高水平，偏多。盘面榨利来看，2月25日巴西3月船期对连盘油粕2105期价压榨利润242元/吨，巴西7月船期对连盘油粕2109期价压榨盈利84元/吨，5月盘面榨利处于中高水平，暂不利于做多。2月下旬，阿根廷3月船期豆油完税在9100元/吨，较盘面5月豆油升水510，对盘面5月豆油偏多；印尼4/5/6月船期棕榈油完税在7704元/吨，较盘面5月棕榈油升水276，对盘面5月棕榈油利多。

图 15：豆粕 5 月期现价差（元/吨）

图 16：豆油 5 月期现价差（元/吨）



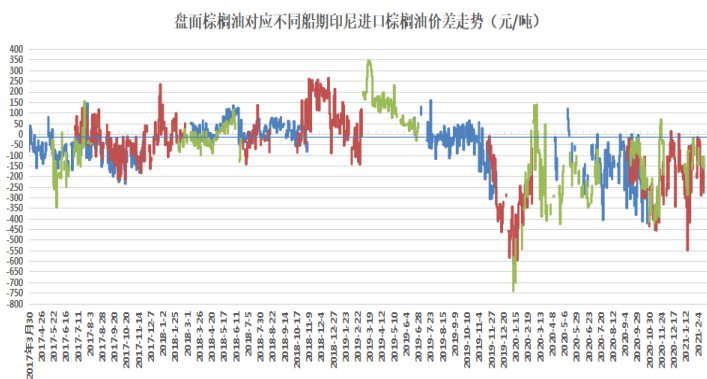
数据来源：天下粮仓、文华财经、西南期货研究所



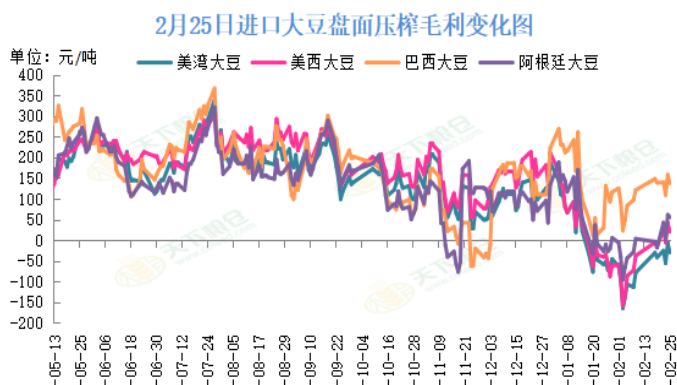
数据来源：天下粮仓、文华财经、西南期货研究所

图17：盘面棕榈油对进口印尼棕榈油价差

图18：进口大豆盘面压榨毛利（元/吨）



数据来源：天下粮仓、文华财经、西南期货研究所



数据来源：天下粮仓

小结及操作建议

整体来看，USDA 2月供需报告继续利多，美豆新作可能在1000-1700美分/蒲区间运行。美豆主力合约在1350美分/蒲以下可以考虑做多。2月中旬美国农业部在展望论坛中对2021年美豆维持偏紧预计，美国农业部预期2021/22年度美豆期末库存将从上一年度的1.2亿蒲式耳上升至1.45亿蒲式耳，但仍处于“历史低点”。国际油脂方面，遭受冬季风暴袭击原油期货大涨带动油脂走势。不过马来西亚棕油将进入传统增产周期，2月份印度的毛棕榈油进口量可能降低，因为印度政府在2月1日提交的年度预算中改变了关税结构，将毛棕榈油的实际进口关税从30.25%提高到了35.75%。MPOB数据显示，马来西亚1月棕榈油库存增幅超过预期，因出口大幅降至近14年低位，而产量持续下滑。马棕库存降幅尽管库存增幅超过预期，但仍处于同期最低水平。国内方面，大豆及豆粕库存均处于近9年同期第3高水平，豆粕库存面转向偏空，但3月份油厂大豆及豆粕库存一般会呈现季节性回落走势，关注届时情况。按照天下粮仓的进口船期预估2021年上半年累计进口大豆可能达到创纪录水平，关注油厂是否累库。下游生猪存栏环比回落，能繁母猪存栏增速放缓，同时天气寒冷，非洲猪瘟疫情在各地不间断复发，部分大厂纷纷出栏大量小体重猪源，因此1月生猪存栏环比降低。生猪养殖盈利回落但仍处于较高水平，1月饲料产量开始回升，2月受到春节假期影响豆粕成交清淡。油脂方面，库存来看，豆油、菜油及棕榈油均在回升，且豆油、菜油有提前累库迹象，油脂库存偏多程度减弱，但油脂价格仍再创新高。油脂需求方面，据有关协

会和外卖平台调查，全国87%的餐饮企业春节期间正常营业，餐饮交易额同比增长261%。2月份现货成交来看，油脂节前成交低迷，但节后成交旺盛。价格结构来看，豆粕期现价差利多程度减弱，近月盘面榨利不利于做多。豆油期现价差偏多，豆油与进口价差偏多，棕榈油与进口价差偏多。

策略

建议连粕2105合约10周均线附近多单持有，回调至短期均线附近多单适量加仓。油脂上，价格创出新高，对进口价格仍旧利多，但油脂有提前累库迹象，等待小幅贴水现货或小幅贴水进口价格附近的做空机会，同时注意仓位管理和止损。

天然橡胶

■观点

节前供需季节性偏弱，中长期多单可在波动区间下沿附近轻仓布局多单；短线谨慎操作，节后关注下游消费恢复和疫苗接种情况再继续逢低做多的策略。

天胶供给季节性淡季，集装箱紧张，多国出台胶价提振政策；疫苗接种进展超预期，全球量化宽松不变，美国1.9万亿刺激计划即将落地；宏观经济恢复持续；建议多单设置止损持有，回调逢低布局多单。

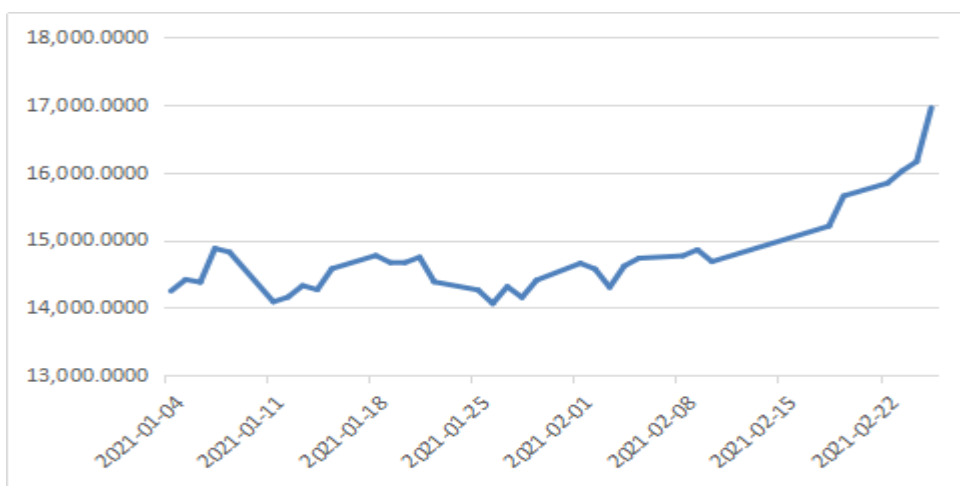
行情回顾

1月底泰国橡胶管理局启动20万吨新鲜胶乳收购计划，马来西亚小型胶农月补贴预增加25%，稳定胶价；美国1.9万亿刺激计划受阻，全球疫苗供不应求，临近春节开工率下滑，胶价转跌，2月初回落至14300点附近；泰国持续面临集装箱问题，原料上涨，泰政府出台每柜集装箱补贴1000泰铢政策；1月重卡销量同比增长58%，下游需求维持强势，区内外库存持续去库化；8日开工率持续回落，但泰国天气报告近日有雷暴雨伴随强风出现，1月汽车销量预估完成254万辆，同比增长31.9%，需求端预期超预期，胶价持续回升，节前最后一日，多头止盈轻仓过节，胶价小幅回落。

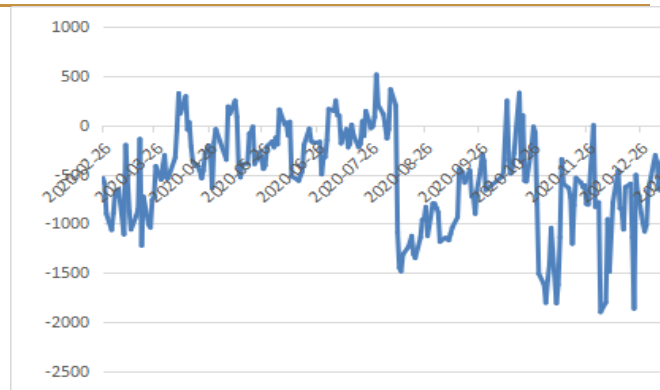
节中因日本经济上一季度经济恢复超预期，对未来需求的乐观预期，日胶单日大涨6%；原油供给端紧张，美油、布伦特油节中大涨，商务部宣布将加大汽车个人消费信贷支持，将会适当下调首付比例和贷款利率，节后首日开盘胶价跳开跟涨，突破企稳15000点上之前压力位；节后国内轮胎企业将在元宵节前后陆续开工，届时开工率将稳步回升，美国1.9万亿刺激计划落地在即，全球量化宽松通胀来袭；能源化工商品原油、苯乙烯持续上涨，带动胶价上涨，突破16000点，触及去年10月行情的高点后回落。月

末印度上调天胶最低支撑价，原油持续上涨，泰国表示集装箱紧张问题可能持续到年底，且泰铢上涨趋势将抑制泰国出口，胶价破去年10月高点，至17000点上，后续冲高回落至16200点附近。

总结来说，二月胶价行情在宏观经济预期和供需共振的作用下，快速大幅增长，后续回落但底部仍有支撑。

图表 1：沪胶价格走势


(数据来源: Wind 资讯、西南期货研究所)

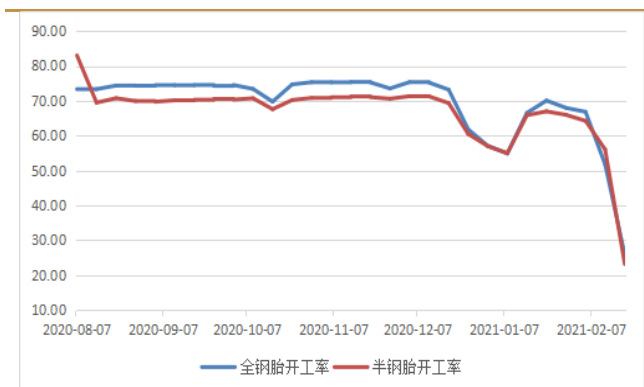
图表 2：基差


(数据来源: Wind 资讯、西南期货研究所)

图表 3：泰国原料价格

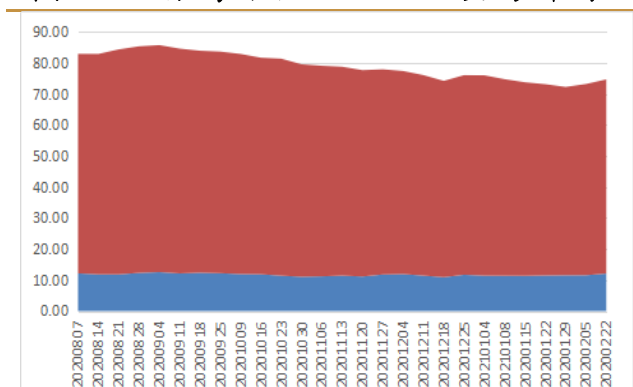

(数据来源: Wind 资讯、西南期货研究所)

图表 4：轮胎开工率



(数据来源: Wind 资讯、西南期货研究所)

图表 5：青岛保税区及一般贸易库存



(数据来源: Wind 资讯、西南期货研究所)

二、本月资讯

泰国1月份汽车总产量同比减少5.21%，内销同比下降21.3%，出口增加0.77%；出口价值增加28%；内低外增主要是泰国爆发第二波疫情之后抑制了下游消费，但出口回暖有助于全年产量增加。

泰国橡胶管理局（RAOT）主席表示，作为其“聪明农民”计划中的一部分，RAOT将斥资7亿泰铢升级改造橡胶加工厂，以提高产能、质量，和给予橡胶种植者更多支持为目的，以较高的价格购买新鲜的胶乳，控制供应和价格波动。

2月份，市场预计狭义乘用车零售销量119.0万辆，同比增长377.0%，环比1月下滑44.9%。宏观经济和政策层面对于汽车市场的支撑仍在延续。

轮胎巨头米其林预计，2021年消费和中型卡车轮胎领域都将有所增长，预计增长4%到8%。在配套方面，北美和欧洲推动的强劲需求复苏，而中国预计在2020年后将下降。

三、后市展望

从全球供给来看，观点也提到，东南亚主产区与国内主产区都将进入停割期，叠加集装箱不足，运费上升问题暂时得不到解决，原料价格高企，天胶产量、出口都会出现明显降幅，虽然天胶供大于求的大局尚未改变

，但上期所交割库存处于历史低位，对于五月合约价格有支撑；青岛保税区库存和一般贸易库存在2月春节期间小幅累库，后续关注其去库状态。东南亚各主产国都相继出台相关政策提振稳定胶价。从全球需求来看，下游大型轮胎企业预计2021年环比营收利润将迎来较大增幅。国内汽车下乡、以旧换新、下调首付比例、新能源补贴等政策都将继续支撑国内汽车领域的消费，节后轮胎企业、运输行业复工复产，关注下游消费恢复情况。美国量化宽松政策不变，1.9万亿刺激计划即将推出，将从多方面恢复美国经济；海外疫情的控制情况和疫苗的接种进展达预期，市场对于后市宏观经济持续恢复持有较大乐观预期，预计胶价将偏强运行。

策 略

回调逢低轻仓布局多单，设置好止损点，谨防大幅回落。

风险点：海外疫情再次爆发，下游需求不达预期，宏观经济政策变化

。

免责声明

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路1088号1603
电话：021-61101856
邮编：200122
邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路61号金融城2号T2栋29-2、29-3
电话：023-67070250
邮编：400023
邮箱：research@swfutures.com

微信公众号

